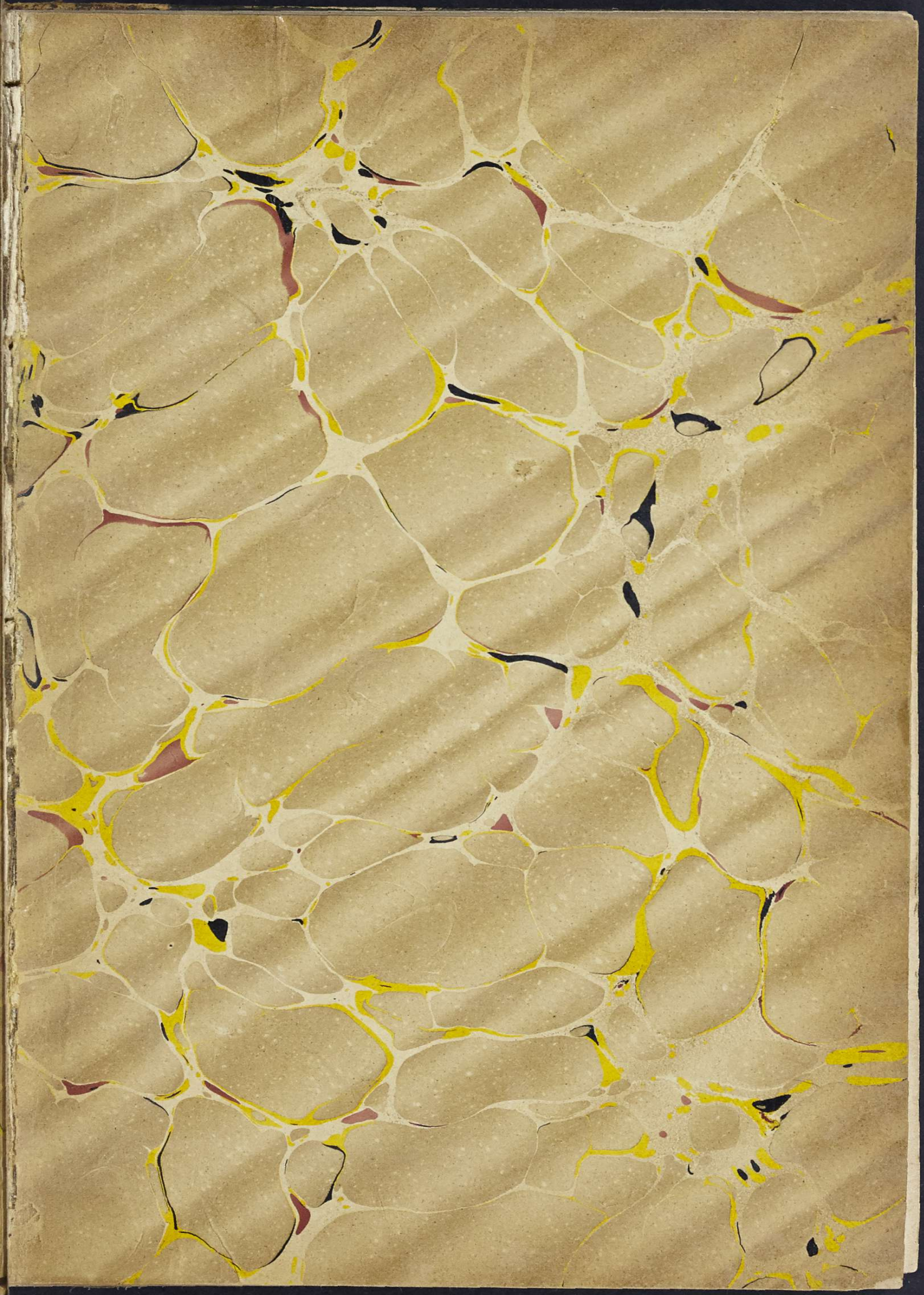
BIBLIOTHEQUE FNSP
1 171 732



F

330

LE

MARCHÉ MONÉTAIRE ANGLAIS

ET

LA CLEF DES CHANGES

000851782

LE MARCHÉ MONÉTAIRE ANGLAIS

ET LA

CLEF DES CHANGES

PAR GEORGE CLARE

TRADUIT DE L'ANGLAIS ET ANNOTÉ

PAR M. GÉRARD GIRAUD

ANCIEN MAGISTRAT

AVOCAT A LA COUR D'APPEL DE PARIS

ATTACHÉ AU CABINET DU MINISTRE DES FINANCES

SUIVI D'UNE ÉTUDE SUR LES CHANGES A BASE DE PAPIER-MONNAIE

ÉCOLE LIBRE DES SCIENCES POLITIQUES BIBLIOTHÈQUE

H. 8

H. 11

PARIS

LECÈNE, OUDIN ET Cie, ÉDITEURS

15, RUE DE CLUNY, 15

1894

081012

AVANT-PROPOS

Au moment où la question du renouvellement du privilège de la Banque de France va s'imposer à l'attention des Chambres, il nous a paru intéressant de placer sous les yeux du public français le tableau de la Machine financière anglaise, et particulièrement de son grand rouage central, la Banque d'Angleterre.

Une certaine école politique voudrait aujourd'hui, sous prétexte d'enrichir les masses populaires, détruire la richesse elle-même ; et, si on le lui permettait, pour réaliser le bonheur de tous les Français, elle commencerait par ruiner le crédit de la France.

Il sera bon de voir, dans ces pages, le rôle écrasant d'une Banque Centrale, en relations étroites avec l'Etat, mais cependant indépendante, régulatrice des Changes, gardienne de la circulation fiduciaire d'un pays et dépositaire de son or ; toujours prête à se porter au secours de la place, et ayant conscience de sa responsabilité. On comprendra aussi que l'Etat ne peut assumer une tâche si lourde sans s'exposer à de dangereuses suspicions et à des tentations plus dangereuses encore.

*

Enfin il est des questions sinon difficiles au moins peu connues : que signifie le cours d'un Change ? Dans quelle mesure et par quels moyens peut-on corriger un change défavorable ? Peu de personnes le savent, et nous avons rencontré quelquefois des financiers distingués, qui auraient été embarrassés si on leur avait demandé d'analyser *en détail* le raisonnement que fait la Banque d'Angleterre lorsqu'elle élève son escompte. Ce raisonnement est cependant d'autant plus utile à connaître, que la Banque de France le fait quelquefois, et que c'est une question de savoir si elle ne devrait pas le faire plus souvent. Ces notions pratiques sont, croyons-nous, assez clairement exposées ici ; et leur connaissance pourra peut-être rendre quelques services, soit à ceux qui s'occupent d'affaires pour leur propre compte, soit à ceux qui ont reçu la mission plus haute de veiller aux Finances de l'Etat.

Paris, février 1894

Gérard GIRAUD.

PRÉFACE

Une seconde édition de cet ouvrage ayant été demandée, l'auteur en a profité pour soumettre son œuvre à une revision sévère, et pour en éclaircir le texte par l'addition de nouveaux graphiques. Il a également ajouté un chapitre sur le problème de la circulation américaine, dont les phases sont attentivement surveillées par tous les financiers, à raison de leur connexité étroite avec la question de l'argent.

L'auteur a la satisfaction de constater que son livre a été recommandé par la Corporation des Banquiers de Londres.

Septembre 1892.

INTRODUCTION

Nous avons essayé de présenter dans cet ouvrage, en termes aussi clairs et aussi usuels que possible, une vue générale du marché financier de Londres et des influences multiples qui agissent sur le prix des capitaux.

Notre seul but a été de mettre en lumière certains faits et certaines lois primordiales dont la connaissance est indispensable pour bien comprendre les questions financières usuelles. Aussi n'avons-nous aucune prétention à l'originalité. Nous avons seulement cherché à réunir et à mettre en ordre des renseignements disséminés un peu partout, qui, une fois bien connus, permettront à nos lecteurs de lire utilement un *Bulletin Financier*.

L'objet de ce livre est de signaler et d'expliquer les influences qui déterminent la hausse et la baisse du taux de l'escompte d'abord à la Banque d'Angleterre, ensuite sur le marché libre.

Commençant par le premier point, nous passerons

en revue chacun des chapitres du bilan publié chaque semaine par la Banque, examinant les causes des variations normales, comment elles sont affectées par l'état du crédit, et comment elles se lient à ce flux et ce reflux de la demande des capitaux qui se traduit par les changements incessants du prix de l'argent. Parmi ces chapitres, celui qui a trait à l'*Encaisse* de la Banque est naturellement le plus important. On sait très bien que l'augmentation ou la diminution de cet Encaisse est le plus puissant des phénomènes qui agissent sur la Banque. Une analyse détaillée montrera qu'il existe une relation beaucoup plus étroite qu'on ne pourrait l'imaginer entre les variations de la Réserve de caisse et celles de l'Escompte.

Pour bien comprendre cette relation, il faudra étudier les mouvements de l'or et remonter à leur cause, qui est l'action des Changes Etrangers. Cette étude sera d'autant plus approfondie, qu'aucune branche de la science financière n'est en général si imparfaitement comprise. Cependant, en employant des expressions plus simples que celles usitées d'ordinaire, et en éclairant la théorie par des exemples, l'auteur espère avoir mis les difficultés du sujet à la portée d'une intelligence moyenne.

Enfin les traits principaux du marché libre seront décrits et expliqués : En quoi consistent les capitaux flottants ? D'où viennent-ils ? A quoi sont-ils employés ?

Comment leur prix est-il fixé ? Telles sont les principales questions auxquelles on tentera de répondre.

Des diagrammes ont été ajoutés dans certains cas pour simplifier les explications : ces tableaux pris dans l'*Economist* ont été contrôlés avec soin.

Du commencement à la fin, l'auteur s'est autant que possible limité à l'examen des faits et des conclusions qui en découlent, laissant à d'autres, plus habiles, les théories purement idéales et spéculatives. Bien plus, il a même résisté à la tentation de répondre à cette question : Qu'est-ce que les capitaux ? problème qui semble du reste aussi peu susceptible d'une solution concise et claire, que la fameuse question posée autrefois par Pilate : Qu'est-ce que la vérité ?

TABLE DES MATIÈRES

Pages.

Avant-propos du traducteur. V
Préface de la seconde édition Anglaise. VII
Introduction, par M. Geo Clare. IX
Table des matières XIII
Table des graphiques. XIX

PREMIERE PARTIE

La Banque d'Angleterre et le taux de son Escompte

CHAPITRE I

Origines de la Banque d'Angleterre. — Son capital primitif et comment il fut employé. — Entreprise politique. — Succès de ses billets. 3

CHAPITRE II

Lois de 1708 et de 1826. — Loi de 1844 « *Bank act.* » — La Banque d'Angleterre est la Banque de l'Etat, mais non une Banque d'Etat. — Elle est aussi la Banque des banquiers. — Elle garde la provision d'or du Pays tout entier 8

CHAPITRE III

La Banque d'Angleterre n'a pas eu de rivales jusqu'en 1834. — Explication de son influence sur le marché. — Dépendance mutuelle de l'escompte en Banque et hors Banque, et de l'intérêt servi par les banquiers à leurs déposants. — Fluctuations de l'escompte depuis 1844. — Théorie des crises décennales. — Le bilan hebdomadaire. 12

CHAPITRE IV

Motifs de la loi de 1844. — Son effet sur la Banque d'Angleterre, et sur les banques provinciales. La circulation des billets en 1844 et 1890 22

CHAPITRE V

L'Emission de la Banque d'Angleterre.

§ 1. — Détails de l'émission gagée sur des valeurs 27
§ 2. — Emission de la Banque d'Angleterre sur contre-partie d'or 36

CHAPITRE VI

Le Département commercial de la Banque d'Angleterre.

Pages.

§ 1. — Ce département est une banque comme les autres. — Décompte hebdomadaire. — Le Capital et les Réserves en addition du Capital 40

§ 2. — Compte courant du Trésor. — Les recettes et les dépenses de l'Etat. — Comment le recouvrement des impôts affecte le bilan. — Augmentation du compte courant du Trésor, de l'Encaisse et du Portefeuille, et diminution des comptes courants particuliers. — Effet produit sur le taux de l'escompte. 42

§ 3. — Comptes courants particuliers. — En quoi ils consistent. — La Banque d'Angleterre est la Banque des banquiers, et a la garde de la suprême réserve du Pays entier. — Les fluctuations suivent les mouvements du capital flottant. 48

§ 4. — Moyenne normale des Other Deposits. — Augmentation à la fin de chaque semestre. — Effets d'une crise. — Exemples de 1875-1878 et 1890. 51

§ 5. — La Banque d'Angleterre essaie d'attirer l'or en élevant son escompte. — Cette hausse n'a d'effet qu'autant que le marché la suit. — Le taux du marché hors Banque est fixé par la loi de l'offre et de la demande — Les comptes courants particuliers sont une mesure de l'offre. — Si l'offre est trop considérable, la hausse du taux de l'escompte de la Banque restera sans effet. — Comment fait la Banque pour raréfier l'argent sur le marché ? — Un autre moyen de contrôler le marché serait de payer un intérêt sur les fonds déposés. — Arguments pour et contre 57

CHAPITRE VII

Département commercial de la Banque d'Angleterre (suite).

Les placements de la Banque. — Titres garantis par l'Etat. — Le Portefeuille. — Les avances sur titres. — Les courtiers de change empruntent sous cette forme pour satisfaire à des demandes urgentes. — Effets d'une crise sur le Portefeuille. 67

CHAPITRE VIII

L'Encaisse du Département commercial de la Banque d'Angleterre.

§ 1. — La Banque d'Angleterre étant obligée de payer ses dettes en or, la réserve de Caisse est la base de son crédit. — Comment et pourquoi une exportation d'or affecte l'encaisse du Département commercial ?. . . 75

§ 2. — Si la réserve était perdue, la nation tout entière ferait faillite. — Toutes les dettes sont payables en or. — Les

Pages.

engagements des banquiers à eux seuls dépassent de beaucoup le stock métallique. — Le sort de tous les banquiers est lié à celui de la réserve 79

§ 3. — Comment la Banque d'Angleterre comprend sa responsabilité. — En cas de danger, l'Etat viendrait au secours de la Banque 84

CHAPITRE IX

La Réserve du Département commercial.

(*Suite*).

§ 1. — La réserve moyenne et ses fluctuations normales. — Proportion de la réserve aux engagements. — Explication des retraits pour l'Ecosse en mai et novembre. 87

§ 2. — Une demande exceptionnelle de numéraire peut causer une panique. — Le grand défaut de la loi de 1844. — Qu'est-ce que le crédit ? — Qu'arrive-t-il si le crédit cesse ? — La crise. — Le remède. 99

§ 3. — Les crises de 1857 et de 1866. — Les suites d'une crise. 106

§ 4. — Les assauts que les pays étrangers font subir à la réserve de la Banque d'Angleterre. — La clef des variations du taux de l'escompte 112

DEUXIÈME PARTIE

Les changes Etrangers.

CHAPITRE I

Comment se règlent les dettes internationales ? — Le pair idéal du change et le pair de la monnaie. — Le pair de la monnaie ne peut être établi qu'entre pays ayant même étalon monétaire 129

CHAPITRE II

Pourquoi les changes varient sans cesse ? — Explication d'une prime sur le change. — Comment et dans quelle mesure la rareté des lettres de change amène la hausse ? — Les banquiers internationaux. — Comment ils couvrent leurs traites ? — Le point d'or. — Différences entre le pair de la monnaie et le point d'or. — Le point d'or peut être déterminé rigoureusement 133

CHAPITRE III

La bourse du change. — Comment on cote les cours du change ? — La règle générale sur la place de Londres est de coter le change en monnaie étrangère. — La hausse d'un change exprimé en monnaie étrangère signifie que les effets sur le pays coté sont en baisse. — Change favorable et défavorable. 140

CHAPITRE IV

Papier long. — Le prix d'un effet à trois mois est le prix du chèque, moins l'intérêt calculé sur le taux de la place où il est tiré. — L'état du crédit et son influence sur le prix du papier long 145

CHAPITRE V

Ce qu'on entend par la hausse ou la baisse du change. Il est difficile de suivre les fluctuations d'après les cours de Londres. — Relation entre le prix de l'argent et les changes. — Le change est toujours en faveur du pays créancier. — Les engagements internationaux envisagés comme régulateurs des changes. — Impossibilité de les calculer. . . . 153

CHAPITRE VI

Les changes européens obéissent surtout à l'influence du prix de l'argent dans les différents pays. — Pourquoi ? — Les lettres de change comme placement de capitaux flottants. — Comment se gagne l'intérêt sur une lettre de change ? — Lorsque l'argent sur la place de Londres est plus cher que sur le continent, les banquiers étrangers font des placements en effets sur Londres, et le change devient favorable. — Les opérations d'arbitrage n'ont pas d'influence sur le cours du change 162

CHAPITRE VII

Exemple de l'effet produit par une différence dans l'intérêt des capitaux à Paris et à Londres. — Les banquiers étrangers ne font de placements en effets sur Londres que si le crédit est bon. — L'élévation de l'escompte ne produit aucun effet si le crédit est mauvais. — L'effet produit sur le change par une élévation du taux de l'escompte n'est pas toujours identique à lui-même 173

CHAPITRE VIII

Pourquoi la Banque espère déterminer des importations d'or par une hausse du taux de son escompte ? — Un escompte élevé finit toujours par attirer l'or. — Aussitôt que l'or arrive, l'escompte devient moins cher et les changes moins favorables 178

CHAPITRE IX

Le Marché monétaire subit seulement l'influence des changes d'or. — Exemples de changes qui ne remplissent pas ces conditions. — Les principaux changes d'or. — Beaucoup de changes sont toujours en faveur de l'Angleterre. — Comment s'expliquent les retraits d'or que subit la Banque d'Angleterre ? — Entrées exceptionnelles. 182

Pages.

CHAPITRE X

Le change de Paris. — Pair de la monnaie. — Point d'or. — Le prix du chèque à Paris s'élève souvent au-dessus du point d'or. — La Banque de France met une prime sur l'or, ce qui modifie le point d'or. — Une forte prime rend avantageux le drainage des pièces d'or françaises. — Les limites pratiques du change français. — Inconvénients de la prime sur l'or. — Pourquoi la Banque de France ne change presque jamais le taux de son escompte 186

CHAPITRE XI

Le change de Berlin. 196

CHAPITRE XII

§ 1. — Le change de New-York 199

§ 2. — Le système monétaire des Etats-Unis. — Le Bland bill de 1878. — Le Silver bill (loi Shermann) de 1890. — Le problème de la circulation américaine. 206

§ 3. — Influences qui agissent sur le change américain. — La hausse de l'escompte sur le continent produit peu d'effet sur le change. — La balance du commerce entre les Etats-Unis et l'Europe se règle en général au moyen de Titres 213

TROISIÈME PARTIE

Le Marché libre.

CHAPITRE I

Il n'est pas de marchandise dont le prix soit sujet à des variations aussi brusques que le prix des capitaux. — De quoi dépend ce prix. — L'argent des affaires est l'argent des autres. — Comment les banquiers emploient leurs dépôts. — A mesure que leurs effets viennent à échéance, ils en rachètent d'autres. — Le prix de l'escompte dépend de la proportion à un jour donné entre les effets arrivant à échéance et les achats de papier nouveau. — L'effet des capitaux nouveaux. — La demande de capitaux dépend de l'état du commerce. — Rapport entre l'escompte de la Banque et l'escompte du Marché. — L'influence du crédit sur le taux du marché 219

CHAPITRE II

Les courtiers de change et les Sociétés d'escompte. — Leur genre d'affaires. — Pourquoi les banquiers achètent aux courtiers, plutôt que de s'adresser directement aux porteurs d'effets. — Les banquiers prêtent au jour le jour aux cour-

Pages.

tiers de change. — Payant intérêt sur tous leurs capitaux, les courtiers ne peuvent conserver d'encaisse sérieuse. — Ils comptent sur la Banque d'Angleterre pour pouvoir rembourser, au cas d'une demande soudaine 235

CHAPITRE III

Les fonds employés à la Bourse.

Les banquiers emploient la plus grande partie de leurs fonds en prêts et avances. — Pourquoi tant de fonds sont prêtés à la bourse. — Qui emprunte l'argent, et dans quel but ? — Qu'est-ce qu'un report, et comment le prix en est réglé ? — Pourquoi le prix de l'argent influe sur le cours des valeurs de Bourse 241

APPENDICE

Aperçu sur les changes à base d'argent, et de papier monnaie.

I.

Les changes d'argent. — Le change indien. — Les changes de la Chine et du Mexique. — Des influences auxquelles est sujet le prix de l'argent métal. 249

II.

Les changes de papier. — Le papier-monnaie, même inconvertible, peut être préservé de la dépréciation. — Quelle est la conséquence d'une émission exagérée de papier-monnaie ? — La spéculation, la dépréciation, le remède. — Comment se gouverne un change à base de papier déprécié ? — Qui souffre de la dépréciation ? — Exemples du Brésil, de l'Italie, de l'Espagne et de la Russie 253

TABLE DES GRAPHIQUES

Nos		Pages.
1.	Le taux officiel d'escompte à la Banque d'Angleterre. — Moyennes annuelles depuis 1844.	16
2.	La circulation de billets de la Banque d'Angleterre. — (Fluctuations hebdomadaires prises sur une moyenne de 10 années, 1881-1890).	33
3.	Le compte courant du Trésor à la Banque d'Angleterre. — (Fluctuations hebdomadaires, moyenne de 10 ans, 1881-1890).	44
4.	Les comptes courants particuliers à la Banque d'Angleterre — (Fluctuations hebdomadaires, moyenne de 10 ans, 1881-1890).	53
5.	Le Portefeuille du Département commercial de la Banque d'Angleterre. — (Fluctuations hebdomadaires, moyenne de 10 ans, 1881-1890).	68
6.	L'Encaisse de la Banque d'Angleterre (Département commercial). — (Fluctuations hebdomadaires, moyenne de 10 ans, 1881-1890).	88
7.	Mouvements de la circulation d'or en Angleterre. — (Moyenne de 10 ans, 1881-1890).	92
8.	Mouvements de la circulation totale en Angleterre. Or et billets de la Banque d'Angleterre. — (Moyenne de 10 ans, 1881-1890).	95
9.	Taux d'escompte de la Banque. — (Fluctuations hebdomadaires, moyenne de 10 ans, 1881-1890).	98
10.	Mouvements de la circulation d'or entre l'Angleterre et les Pays étrangers. — (Moyenne de 10 ans, 1881-1890).	117
11.	Stock de monnaies d'or et de lingots appartenant au Département de l'Emission de la Banque d'Angleterre. — (Fluctuations hebdomadaires, moyenne de 10 ans, 1881-1890).	120

Nos Pages.

12. Les fluctuations du taux de l'escompte comparées avec les mouvements de la circulation d'or internationale. — (Année 1887). 122
13. Même comparaison établie sur une moyenne de 10 an (1881-1890). 124
14. Divergence entre le prix du change à trois mois et le prix du chèque. 149
15. Différence entre le taux moyen de l'escompte à Londres et à Paris comparée avec le prix à Paris du chèque sur Londres. 172
16. Comparaison entre le taux d'escompte de la Banque et le taux du marché libre pour les bons effets de banque de trois mois. Moyenne de 10 an (1881-1890). 229
17. Taux d'escompte du marché libre, montré comme un pourcentage du taux de la Banque. Moyenne de 10 an (1881-1890). 231

PREMIÈRE PARTIE

LA BANQUE D'ANGLETERRE ET LE TAUX DE SON ESCOMPTE

LE

MARCHÉ MONÉTAIRE ANGLAIS

ET LA

CLEF DES CHANGES

CHAPITRE PREMIER

Origines de la Banque d'Angleterre. — Son capital primitif et comment il fut employé. — Entreprise politique. — Succès de ses billets.

La Charte portant création de la Société appelée la Banque d'Angleterre, la plus ancienne Société par actions du Royaume-Uni, la plus puissante, la plus importante et la plus solide des grandes institutions financières du monde, remonte à environ deux cents ans, au 27 juillet 1694 ; et comme la Banque a engendré tout notre système financier moderne, il n'est pas inutile de rappeler en quelques mots les circonstances qui ont présidé à sa naissance.

En 1694, le gouvernement de Guillaume III était dans une grande détresse : l'argent lui manquait pour continuer la guerre avec la France. Six ans auparavant,

Jacques II avait été détrôné et exilé pour avoir porté atteinte aux lois fondamentales du royaume. Mais avec l'aide de Louis XIV, à la Cour duquel il avait trouvé refuge, il faisait les plus grands efforts pour chasser son gendre protestant et pour rétablir sa souveraineté, qui s'appuyait sur l'Eglise Romaine. Guillaume, de son côté, défendait vaillamment sa couronne, et était puissamment secondé par le Parlement qui votait les crédits sans marchander. Les impôts avaient atteint un niveau inconnu jusque-là ; le pays était chargé presqu'au delà de ses forces, et cependant il fallait absolument trouver de l'argent.

Dans ces circonstances, une idée se fit jour, qui devait avoir par la suite une grande fortune. Puisque nos enfants, disait-on, jouiront du fruit de nos luttes pour la liberté politique et la tolérance religieuse, pourquoi ne pas leur laisser la charge d'en supporter les frais ? Tout le monde admettait qu'il serait aussi juste qu'utile de contracter un emprunt. Le Chancelier de l'Echiquier n'était que trop désireux de recourir à ce moyen ; mais il y avait un obstacle, et un obstacle en apparence insurmontable. Où trouverait-on des prêteurs ? Y aurait-il quelqu'un qui consentirait à confier son argent à un Gouvernement révolutionnaire, n'ayant que six années d'existence, et qu'une bataille pouvait renverser ?

Les sentiments religieux et les idées libérales de quelques citoyens rendirent en ces conjonctures le

plus grand service au pays. Il y avait à Londres beaucoup de riches négociants — des dissidents principalement — qui aimaient mieux risquer toute leur fortune, plutôt que de voir leur patrie réduite encore une fois en servitude. Une idée, qui jusque-là n'avait pas eu de succès, mais qu'un Ecossais, William Paterson, proposait sans se lasser, commença à trouver faveur auprès d'eux. Cette idée consistait à appliquer le principe de la Société par actions aux affaires de banque, et de prêter au Gouvernement le capital ainsi souscrit. Ce projet, discuté entre hommes de la cité, prit rapidement corps et reçut l'approbation de la Chambre des Communes.

Une souscription publique devait fournir une somme de 1,200,000 livres (30,500,000 francs), qui devait être immédiatement prêtée au Gouvernement, à 8 0[0 d'intérêt. En revanche une Charte royale autorisait les souscripteurs à se constituer en Société, avec pouvoir d'émettre des billets garantis par l'Etat, jusqu'à concurrence de la somme prêtée (1).

L'idée de mettre tous leurs œufs dans le même panier ne plaisait probablement pas plus que de raison aux souscripteurs : cependant le capital fut trouvé facilement. Les bons placements étaient rares à cette époque, et la nouvelle entreprise, garantie par un Gouvernement qui semblait déterminé à faire honneur à sa

(1) La Charte conférait aux actionnaires le bénéfice de la responsabilité limitée, privilège alors rarement accordé et hautement apprécié.

signature, soutenue par les premiers négociants de Londres, réussit dans son appel au patriotisme et aux porte-monnaie des capitalistes. L'heureuse association de l'esprit libéral et d'un intérêt à 8 0[0 satisfaisait à la fois leur amour du pays, leurs instincts de gain, et leur haine de la tyrannie et du papisme.

Il est intéressant de noter que ce prêt de 1,200,000 livres fait à l'Etat est en même temps l'origine de la Banque et le point de départ de la Dette Consolidée anglaise.

Au début, la Banque d'Angleterre fut quelque chose de plus qu'une entreprise commerciale ou une Société financière. Ce fut un corps politique. Le Gouverneur, les Directeurs, presque tous les actionnaires étaient des « Whigs », les « Tories » s'étant abstenus avec soin de toute participation à une entreprise nouvelle qui ne leur inspirait que défiance et aversion (1).

« Pendant plusieurs générations, dit Macaulay, la Banque d'Angleterre fut dans toute la force du terme un corps Whig, non par accident, mais par nécessité. Jacques II, s'il était remonté sur le trône, n'aurait pas payé un centime des intérêts dus par le Trésor à la Banque, et la suspension du paiement des intérêts aurait entraîné la chute de la Banque. Son intérêt était si étroitement lié à celui du Gouvernement que, plus ce dernier se trouvait

(1) On reconnaît là l'esprit des Conservateurs de tous les pays.

en danger, plus il était sûr de trouver à la Banque un efficace et rapide secours. Auparavant, lorsque le Trésor était vide, les impôts lents à rentrer, et qu'il fallait payer les matelots et les soldats, on avait pu voir le Chancelier de l'Echiquier, accompagné du Lord Maire et des Aldermen, parcourir, le chapeau à la main, Cornhill et Cheapside, et tâcher de recueillir quelque argent, en empruntant 100 livres à celui-ci, et 200 à celui-là. Ces temps étaient finis : désormais, au lieu de puiser péniblement à de nombreuses petites sources, le Gouvernement avait à sa disposition un immense réservoir que toutes ces petites sources remplissaient constamment. On peut dire sans exagération que, durant nombre d'années, l'influence de la Banque, toute en faveur des libéraux, contrebalança presque l'influence de l'Eglise qui soutenait les Conservateurs. »

L'émission des billets de la nouvelle Banque était d'ailleurs favorisée par les circonstances. On sentait le besoin d'un bon agent de la circulation, le numéraire étant rare et de mauvais aloi ; et comme la solvabilité de la Banque, qui comptait au nombre de ses actionnaires toutes les notabilités de la place, ne pouvait faire doute pour personne, ses billets furent dès les premiers jours couramment acceptés, et la nouvelle entreprise ne tarda pas à s'affirmer comme un succès.

CHAPITRE DEUXIÈME.

Lois de 1708 et de 1826. — Loi de 1844 « *Bank Act* ». — La Banque d'Angleterre est la Banque de l'Etat, mais non une Banque d'Etat. — Elle est aussi la Banque des banquiers. — Elle garde la provision d'or du pays tout entier.

La première phase dans l'histoire de la Banque est marquée par la loi de 1708 qui défendit à toute association de plus de six personnes de faire la banque en Angleterre et dans le pays de Galles, ce qui revenait à accorder à la Banque le monopole de la Société par actions (1). Les conséquences regrettables de cette loi, qui, pendant plus d'un siècle, renferma les affaires de banque dans les étroites limites des fortunes particulières, furent supportées par le pays jusqu'en 1826, époque où l'on abrogea la loi de 1708, et où le monopole de la Banque d'Angleterre fut réduit au privilège de demeurer la seule banque d'émission dans un rayon de 65 milles autour de Londres. Cette prérogative nous paraîtrait aujourd'hui bien peu de chose ; mais, à cette

(1) La Banque rendait de grands services au Gouvernement en lui prêtant, alors que personne ne l'aurait fait à sa place, et le Gouvernement l'en récompensait en la délivrant d'une concurrence menaçante.

époque où les dépôts étaient rares et les billets nombreux, le monopole exclusif de la circulation métropolitaine lui assurait une prédominance indiscutée sur toutes les autres banques (1).

Le Parlement intervint encore en 1844 par la loi connue sous le nom de « *Bank Act* », qui avait pour objet de régler la faculté d'émission de toutes les banques, y compris la Banque d'Angleterre. On se proposait comme but de supprimer graduellement les billets des Banques provinciales, et de les remplacer par le billet de la Banque d'Angleterre, qui serait amené à valoir de l'or. Nous reviendrons sur les dispositions de cette loi qui ont trait à la Banque d'Angleterre.

Depuis sa fondation jusqu'à nos jours, la Banque d'Angleterre s'est acquittée d'une double fonction. Elle est à la fois le banquier de l'Etat et l'un des banquiers du public. Chez elle se concentrent toutes les opérations du Trésor ; elle encaisse les recettes de tous les percepteurs de revenus publics dans toute l'étendue du pays ; elle solde les dépenses, gère la Dette, émet des Bons du Trésor, et lui fait des avances lorsque les sorties dépassent momentanément les entrées.

Malgré des rapports si intimes avec l'Etat, la Banque d'Angleterre est bien loin d'être une Banque d'Etat,

(1) Voyez la prédominance que le monopole de l'émission assure à la Banque de France, parce que chez nous l'usage des dépôts en Banque n'est pas encore complètement développé.

dans le sens où ce terme s'applique à la Banque Impériale de Russie, par exemple, et cependant elle est quelque chose de plus qu'une société financière purement privée, comme l'Union Bank de Londres. On peut dire qu'elle tient le milieu entre les deux, jouissant à la fois du prestige de l'une et de la liberté d'action de l'autre (1).

Elle est également dans une situation exceptionnelle vis-à-vis des autres banques. La confiance qu'elle leur inspire par la solidité de son crédit, dont A. Smith disait qu'il valait celui de l'Angleterre elle-même, est telle, qu'elles lui confient leurs réserves, si bien qu'on voit cet étrange spectacle d'une Banque qui jouit gratuitement des millions appartenant à ses rivales.

Les circonstances ont également fait de la Banque d'Angleterre le seul réservoir d'or du pays. On a toujours le droit d'apporter des lingots d'or à la Monnaie et de les échanger contre des souverains, au prix de 77 shillings 10 $\frac{1}{2}$ pence l'once standard. Mais comme la Banque est obligée par la loi de 1844 à acheter tout l'or qu'on lui apporte au prix de 77 sh. 9 pence, et que la différence d'un penny et demi par once couvrirait à peine les frais de la frappe des lingots, il arrive en pratique que tout l'or expédié en Angleterre va dans les caves de la Banque.

(1) Sauf en ce qui concerne l'émission des billets, matière dans laquelle la Banque peut être considérée comme agissant pour le compte de l'Etat.

La Banque d'Angleterre est donc le grand rouage du marché monétaire anglais. Dépositaire des fonds de l'Etat, des réserves des banques privées, et du stock métallique de la nation, ces multiples fonctions l'élèvent à un degré de dignité et de grandeur qui la mettent hors de pair, et l'empêchent d'agir, comme le font les autres banques, uniquement en vue de gagner des dividendes (1).

(1) Tout ce chapitre peut s'appliquer presque trait pour trait à la Banque de France.

CHAPITRE TROISIÈME.

La Banque d'Angleterre n'a pas eu de rivales jusqu'en 1834. — Explication de son influence sur le marché. — Dépendance mutuelle du taux de l'escompte en Banque et hors Banque, et de l'intérêt servi par les banquiers à leurs déposants. — Fluctuations de l'escompte depuis 1844. — Théorie des crises décennales. — Le bilan hebdomadaire.

Pendant un siècle et demi, la Banque d'Angleterre a régné seule sur le marché, jusqu'à l'apparition de la London and Westminster Bank en 1834, bientôt suivie par d'autres sociétés anonymes, qui en offrant un intérêt sur les dépôts — pratique que la Banque d'Angleterre n'a jamais voulu admettre — attirèrent des capitaux énormes et purent lutter à armes presque égales avec l'Institution Centrale. Néanmoins, malgré la masse des capitaux détenus par ses rivales, elle conserve encore une puissante action sur le marché. M. Bagehot en donne la raison : « Dans les circonstances normales, dit-il, il n'y a pas assez d'argent dans Lombard Street pour escompter toutes les traites, sans avoir plus ou moins recours à la Banque d'Angleterre. Dès que la Banque a fixé le taux de son escompte, beaucoup de ceux qui ont des traites en portefeuille cherchent à les

faire escompter sur le marché à meilleur prix qu'à la Banque. Mais ils trouvent rarement des conditions beaucoup plus avantageuses, parce qu'alors tout le monde éviterait la Banque, et le marché serait chargé de plus de papier qu'il n'en peut porter ». (Lombard Street.)

Ainsi l'une des raisons qui fait que la voix de la Banque proclamant la valeur de l'argent est toujours écoutée, c'est que le capital qu'elle détient forme une partie essentielle de l'approvisionnement général. Une autre raison, c'est que ceux qui déposent leur argent dans les banques considèrent le taux officiel comme l'étalon de la valeur de l'argent. Si la Banque escompte à 3 1[2, ils exigent 2 0[0 de leurs dépôts, et si un banquier leur refuse cet intérêt, ils vont chez un autre. Donc l'intérêt payé sur les dépôts s'élève et s'abaisse avec le taux d'escompte de la Banque. Mais le prix qu'un banquier paie pour l'argent qu'il emprunte, influe nécessairement sur le prix auquel il le prête ; et s'il paye 2 0[0 sur ses dépôts, il sera forcé d'escompter au-dessus de 2 0[0.

L'escompte sur le marché libre, c'est-à-dire le prix auquel les banquiers prêtent l'argent, est ainsi déterminé en grande partie par l'intérêt donné sur les dépôts, c'est-à-dire le prix auquel ils empruntent ; et l'intérêt des dépôts dépend plus ou moins de l'escompte de la Banque. Si les banquiers payaient des intérêts sur tout l'argent qu'ils emploient, cette dépendance serait très étroite; mais une grande partie de leurs fonds pro-

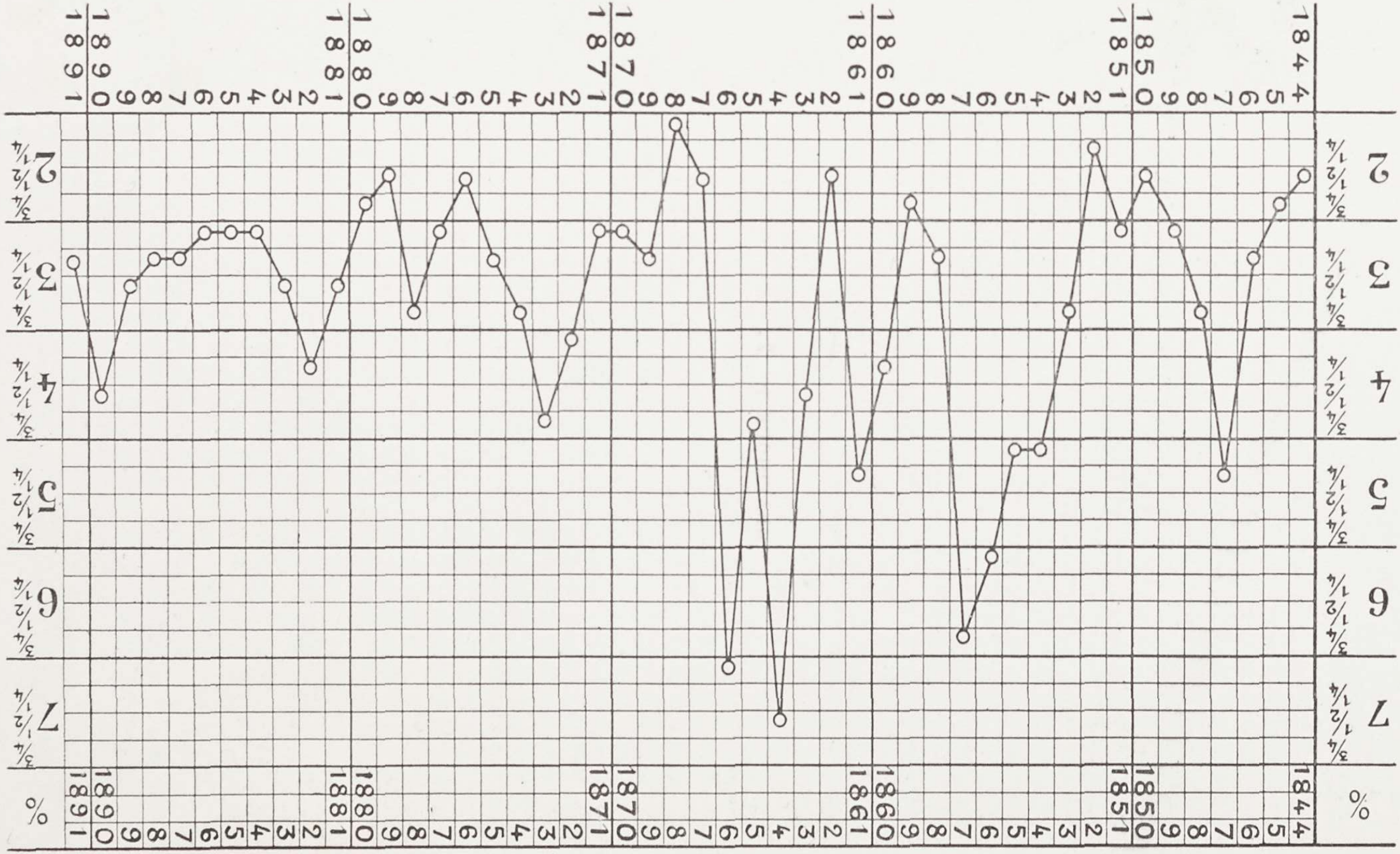
vient de comptes-courants sur lesquels ils ne payent rien ou presque rien.

Le taux officiel de la Banque est théoriquement le taux minimum auquel la Banque escompte des lettres de change, ou fait des avances à court terme ; jusqu'en 1878, c'était en effet un véritable minimum. Mais la Banque a, depuis cette date, adopté l'usage d'escompter les effets de ses clients habituels (ceux qui ont chez elle un compte-courant régulier) au taux du marché, afin de les mettre sur le même pied que les clients des autres banques.

Les fluctuations du taux de l'escompte dépendent d'une manière générale de la proportion qui existe entre la réserve de billets et d'or du Banking Departement et le chiffre total des engagements. Cette proportion varie entre 30 et 50 0[0 et est en moyenne de 43 0[0. Lorsque la réserve tombe assez bas pour que des mesures protectrices paraissent indispensables, la Banque élève son escompte. Lorsqu'au contraire la nécessité de protéger la réserve n'existe plus, et que les effets présentés à la Banque diminuent par suite de la concurrence que lui font les banquiers, l'escompte s'abaisse de nouveau.

La proportion nécessaire de la réserve aux engagements, — c'est-à-dire le point où la sécurité cesse et où le danger commence — ne peut être déterminée *a priori* et pour tous les cas ; les directeurs se décident d'après les circonstances, et suivant que l'horizon est noir ou serein. Leurs informations sont à

GRAPHIQUE N° 1.



LE TAUX OFFICIEL D'ESCOMPTE A LA BANQUE D'ANGLETERRE.

Moyennes annuelles depuis 1844.

ce point vastes et sûres qu'ils peuvent prévoir le danger de loin, sans jamais se tromper.

Les années de réserve bien remplie sont des années d'escompte bon marché, et les années d'escompte cher sont des années où la réserve est faible.

Une particularité du taux de l'escompte est qu'il est plus élevé en hiver qu'en été, et en général aussi, plus élevé dans le second semestre que dans le premier (1). Cela tient à ce qu'en automne et au début de l'hiver l'argent est demandé pour payer les travaux agricoles, les dépenses de vacances et de voyages, et les importations de blé et de coton. Pendant la période décennale 1881-1890, le taux moyen d'octobre à mars a été de 1 à 1,10 0[0 supérieur au taux moyen d'avril à septembre.

Les fluctuations du taux moyen de l'escompte depuis la loi de 1844 sont indiquées dans le tableau produit en regard (Graphique n° 1). Les étroites limites dans lesquelles l'escompte se meut aujourd'hui contraste d'une manière frappante avec les violents soubresauts qui marquent la moitié de cette période. Sous ce rapport, les années de crise sont très remarquables. La périodicité des crises (1825, 1837, 1847, 1866) avait autrefois donné naissance à cette opinion, que, sous l'action de quelque mystérieuse loi économique, cinq années grasses devaient être suivies de

(1) L'année financière commence en Angleterre le 1er avril.

cinq années maigres, et que les crises se succédaient tous les dix ans. On reconnaît aujourd'hui qu'il y avait là une simple coïncidence, et que la véritable cause des crises a toujours été le défaut de promptitude à prendre les mesures qui s'imposent pour défendre une réserve affaiblie. La proportion de l'encaisse aux engagements en 1844, 1845 et 1846 était de 50 2[3 0[0 ; en 1847 elle était tombée à 33 0[0 ; de 47 0[0 en 1852-1856, elle tombe en 1857 à 30 0[0 ; enfin elle est de 40 0[0 en 1861-1865 contre 30 0[0 en 1866. Depuis 1866 on n'a jamais laissé s'établir une proportion aussi faible, et la moyenne a été de 43 0[0.

La loi de 1844 impose à la Banque l'obligation de transmettre aux commissaires du timbre et des taxes, pour être publié dans la *Gazette* de Londres, le décompte hebdomadaire : 1° des billets émis par le Département de l'Emission ; du numéraire or, des lingots d'or et d'argent fin, et des titres se trouvant dans ce département ; 2° du capital, des dépôts, de l'argent et des valeurs appartenant à la Banque et se trouvant dans le Département Commercial.

Ce décompte, appelé *État de situation*, est soumis aux directeurs à leur conseil du jeudi matin et publié aussitôt après. Il intéresse toujours vivement les hommes de finance, et en temps de crise, c'est avec une impatience anxieuse qu'on attend son apparition qui peut calmer les appréhensions ou confirmer les

pires craintes. Le décompte fait également office de bilan, la Banque n'en publiant jamais d'autres. Celui que nous donnons ici se rapporte à la dernière semaine du mois de décembre 1890.

BANQUE D'ANGLETERRE.

Etat de situation pour la semaine finissant le 31 décembre 1890.

DÉPARTEMENT DE L'ÉMISSION

Billets de Banque. .	£. 39.193.345 (980 millions de fr.)	Dette de l'Etat. . .	£. 11.015.000	Environs (275 millions de fr.)
		Autres titres. . .	5.434.900	(136 — —)
		Monnaie d'or et lingots	22.743.345	(569 — —)
	£. 39.193.345 (980 millions de fr.)		£. 39.193.345	(980 millions de fr.)

DÉPARTEMENT COMMERCIAL

Capital.	£. 14.553.000 (364 millions).	Valeurs sur l'Etat.	£. 9.806.433 (245 millions de fr.)
Réserves en addition du capital.		Portefeuille et avances. . . .	33.178.856 (829 —)
Compte-Courant du Trésor comprenant tous les fonds quelconques que la Banque détient pour le compte du gouvernement. .	3.241.083 (81 —).	Billets de banque. .	14.079.175 (351 —)
Dépôts et comptes-courants particuliers. .	6.824.349 (170 —).	Pièces d'or et d'argent.	722.489 (19 —)
Mandats à 7 jours et divers.	32.990 230 (825 —).		
	178.281 (4 —).		
	£. 57.786.953 (1.444 millions de francs).		£. 57.786.953 (1444 millions de fr.)

Janvier 1er 1891.

F. May, caissier en chef.

Conformément à la loi de 1844, citée plus haut, les chapitres sont rangés sous deux chefs, celui de l'Emission et celui de la Banque proprement dite. Le premier donne les détails de la circulation, le second fait connaître les engagements généraux et les ressources correspondantes.

CHAPITRE QUATRIÈME.

Motifs de la loi de 1844. — Son effet sur la Banque d'Angleterre et sur les banques provinciales. — La circulation des billets en 1844 et en 1890.

Lorsque le public anglais spécule et perd, il aime mieux rejeter la responsabilité sur la faute des autres que d'accuser son propre manque de prudence. En général le Gouvernement devient le bouc émissaire ; d'autres fois, on incrimine les banquiers et les lanceurs d'affaires, ou bien encore le système des marchés à terme.

Il en était déjà ainsi avant 1844 : des krachs qui suivaient une spéculation sur les blés ou les valeurs entraînaient toujours la faillite de quelques banquiers de province, et les malheureux porteurs de billets, qui ne possédaient plus que des morceaux de papier sans valeur, criaient à la *circulation excessive* et réclamaient l'intervention de l'Etat. Les banquiers, assurait-on, étaient cause de tout le mal : en émettant plus de billets que les affaires n'en demandaient, ils avaient créé une richesse factice, une circulation surabondante, d'où hausse des prix, spéculation, et finalement crise. Les adversaires de

cette théorie répondaient qu'il ne pouvait y avoir excès d'émission, tant que les billets demeuraient remboursables à vue et en or, ou en d'autres termes qu'il était impossible de faire garder par quelqu'un un billet de 1000 fr. s'il n'avait besoin que de 500 fr. en papier. Assurez seulement le remboursement à vue de chaque billet émis, disait-on, et la circulation saura se limiter elle-même. C'était la voix du bon sens ; néanmoins l'opinion contraire prévalut, et la loi de 1844 fut basée sur cette idée, alors très répandue, que l'émission exagérée des billets de banque était la principale cause des paniques alors si fréquentes.

Jusque-là, tout banquier pouvait émettre des billets, sans limitation de somme, avec la seule obligation de les rembourser en numéraire à première demande, sous peine de banqueroute. Chacun décidait souverainement suivant sa prudence et sa loyauté la réserve de numéraire qu'il convenait de garder en caisse, et il arrivait que nombre de banquiers abusaient étrangement de leurs droits, et augmentaient leurs émissions dans des proportions très dangereuses.

Sir Robert Peel partit de ce principe qu'il appartient à l'Etat de réglementer l'émission des billets de banque (1). Adoptant une idée de lord Overstone, qui était alors la première autorité en matière de banque,

(1) Par la raison que les billets de Banque formant une partie de la monnaie nationale, et ne pouvant pratiquement être refusés, doivent être traités comme des instruments publics.

il commença par séparer la Banque d'Angleterre en deux compartiments bien distincts, deux cloisons étanches, qui ne devaient jamais se pénétrer, et dont le débit et le crédit devaient être établis séparément dans l'état de situation hebdomadaire. Ces deux compartiments formaient le Département de l'Emission et le Département Commercial.

Le Département de l'Emission, nouvellement créé, recevait comme passif tous les billets de la Banque d'Angleterre alors en circulation, et comme actif, des valeurs à concurrence de quatorze millions sterling (350 millions de francs), et pour l'excédent, des métaux précieux (1).

L'émission des autres banquiers était du même coup réglementée dans un but d'extinction progressive. Aucune nouvelle banque d'émission ne pouvait se fonder : celles qui existaient étaient contraintes, sous des sanctions sévères, de limiter leur émission à un certain maximum représentant le chiffre de billets qu'elles pouvaient normalement maintenir dans la circulation (2). Une banque qui suspendait son émission, ne devait plus être autorisée à la reprendre, et si elle tombait en déconfiture, elle était déchue de

(1) Pendant 150 ans, la Banque avait pu émettre autant de billets qu'il lui plaisait, quel que fût son encaisse. L'effet pratique de la nouvelle loi fut de restreindre la fraction productive de l'émission.

(2) Cette émission totale se montait à £. 8,631.647 (212 millions), partagée entre 280 banques. On espérait évidemment que l'absorption se ferait plus vite qu'elle n'a eu lieu, et en ce sens la loi a échoué.

son privilège. Enfin, si une banque provinciale créait une succursale à Londres, elle perdait le droit d'émission.

La sollicitude du législateur à protéger le porteur, et l'énorme importance qu'il attachait à assurer la convertibilité du billet, dénotent une phase du développement des banques, qui a été depuis longtemps laissée en arrière. Pour la comprendre, il faut se rappeler qu'en ces temps-là l'émission constituait le principal engagement du banquier, et que le chiffre des dépôts était faible. En février 1820, par exemple, la circulation de la Banque d'Angleterre se montait à 575 millions de francs, et le total des dépôts ou comptes-courants atteignait à peine 100 millions de francs. En février 1890, l'émission est encore de 575 millions, mais les dépôts s'élèvent à 875 millions.

Depuis 50 ans, un changement s'est produit dans la situation des banques ; la circulation des billets a diminué, en même temps que les comptes-courants et les dépôts augmentaient par sauts et par bonds. Ainsi les bilans de cinq banques anglaises d'émission, prises au hasard, présentent en 1887 un passif de cinq millions de francs en billets (contre neuf millions en 1844), alors que les comptes-courants se montent à près de deux cents millions.

On en est venu de nos jours à considérer les dépôts comme la véritable ressource des banques, et les billets n'ont plus à côté qu'une faible importance. Mais,

en 1844, on pensait tout le contraire, et si l'on jugeait qu'une loi spéciale devait être faite pour rassurer le porteur de billets, on trouvait que les autres créanciers étaient suffisamment protégés par la loi des faillites.

CHAPITRE CINQUIÈME.

L'ÉMISSION DE LA BANQUE D'ANGLETERRE.

I

Détails de l'émission gagée sur des valeurs.

On ne voit pas très bien comment sir Robert Peel arriva au chiffre, qui peut paraître assez arbitraire, de quatorze millions sterling (350 millions de francs) pour l'émission de la banque d'Angleterre basée sur des valeurs. La circulation n'étant jamais tombée depuis un siècle au-dessous de ce chiffre, il en avait probablement conclu qu'il pouvait être considéré comme un minimum sûr, dont le remboursement ne serait, à moins d'événements extraordinaires, jamais demandé. La contre-partie de cette somme comprenait d'abord la dette de l'Etat envers la Banque, qui, dans le cours d'un siècle et demi, avait été augmentée par une foule de petits emprunts, et s'élevait alors à £. 11,015,100

(275 millions ½ environ) (1). Le reste (£. 2,984,900) se composait de titres portant intérêt.

La loi de 1844 stipulait en outre que, si une banque privée venait à perdre son privilège d'émission, la Banque d'Angleterre pourrait augmenter sa circulation à base de valeurs, jusqu'à concurrence des 2[3 de la circulation éteinte. A la fin de 1891, une circulation de plus de £. 3,500,000 (87 millions ½) avait été abolie, et les billets de la Banque d'Angleterre, gagés sur des titres, avaient par suite augmenté de £. 2,450,000, et atteint la somme totale de £. 16,450,000 (411 millions de francs).

L'émission autorisée des banquiers qui exercent encore leurs droits se montant à £. 5,000,000, la limite extrême que pourra jamais atteindre la circulation purement fiduciaire de la Banque d'Angleterre sera £. 20 millions (500 millions de francs).

Le chiffre de l'émission autorisée sur base de valeurs une fois atteint, le Département de l'Emission ne peut plus émettre un seul billet, sans en posséder la contrepartie en monnaie d'or, ou en lingots d'or ou d'argent fin. A concurrence de £. 11,015,100, les billets sont garantis par le gouvernement et correspondent exactement à une émission d'Etat. Pour £. 5,434,900, le

(1) Cette dette, dont le chiffre est resté le même depuis 1844, n'est pas représentée par des titres. Elle figure comme une inscription ordinaire au débit du compte du Trésor, et porte intérêt au taux usuel.

Département de l'Emission est lui-même responsable, et possède des titres facilement réalisables ; mais au delà de ces £. 16,450,000, tout billet de cinq livres (125 francs) doit être représenté dans les caves par un poids de 616,$\frac{37}{100}$ grains d'or fin. Le Département de l'Emission agit donc d'une façon tout à fait automatique. Il reçoit en dépôt l'or du public, donne en échange un récépissé transférable au porteur, et remet de nouveau l'or quand on lui présente le récépissé.

La Banque n'a point de métal argent, malgré la faculté qu'elle aurait de tenir un quart de l'encaisse en argent ; ce métal lui serait inutile, puisqu'elle ne pourrait s'en servir pour rembourser ses billets.

L'émission des billets gagés sur titres donne un bénéfice d'environ 3 0[0, que les frais généraux et la redevance à l'Etat réduisent à un profit net de 1,250,000à 2,500,000 francs par an. En revanche, tout billet émis sur contre-partie d'or implique une perte. Le public trouve très commode de porter son or à la Banque, et de l'échanger contre des billets d'un maniement plus facile ; mais la Banque supporte les frais de l'impression des billets, et la responsabilité de la garde de l'or, sans rien recevoir en échange.

Le *Bank Act* a été suspendu trois fois, lors des crises de 1847, 1857, 1866. Le Département Commercial avait laissé sa réserve s'affaiblir et se trouvait dans la nécessité d'emprunter des billets au Département de l'Emission, qui, pour les fournir, se voyait

obligé d'augmenter son émission gagée sur des valeurs. Ce cas a été prévu dans les statuts de la Banque impériale d'Allemagne, qui est organisée à peu près sur le modèle de la Banque d'Angleterre. Comme la Banque d'Angleterre, la Banque d'Allemagne ne peut émettre qu'une somme limitée de billets sur gages de titres, mais il lui est toujours permis de franchir cette limite en payant au gouvernement une taxe de 5 0[0 sur les billets émis en surplus. Cette espèce d'amende agit ordinairement comme un moyen préventif efficace ; mais, dans un cas donné, le supplément de pouvoir qu'elle fournit peut rendre de grands services ; une modification apportée dans ce sens à la loi de 1844 serait certainement appréciée dans les moments critiques ; les appréhensions du marché seraient dissipées par le seul fait qu'on saurait la Banque capable d'augmenter, s'il en était besoin, la circulation.

Le billet de la Banque d'Angleterre possède le cours légal illimité depuis 1833 ; tout le monde peut payer ses dettes en billets de la Banque, excepté la Banque elle-même ; c'est-à-dire qu'elle ne peut forcer ses créanciers à accepter ses billets.

La circulation active (c'est-à-dire les billets qui sont entre les mains du public) n'augmente pas avec l'extension du commerce et l'accroissement de la population ; elle a plutôt des tendances à diminuer. Voici la moyenne des dernières années :

1876-1878 — £ 27 900 000 (F. 697 millions)
1879-1881 — £ 27 000 000 (F. 687 millions)
1882-1884 — £ 25 600 000 (F. 640 millions)
1885-1887 — £ 24 600 000 (F. 615 millions)
1888-1890 — £ 24 000 000 (F. 610 millions)

Cette diminution constante montre que le rôle du billet de banque tend à se restreindre aussi bien dans le commerce que dans la vie privée (1). Dans le commerce, où chaque négociant a maintenant son banquier, les billets ont été supplantés par les chèques qui constituent de nos jours la véritable circulation fiduciaire du pays. Pour les besoins de la vie journalière, le billet de 125 francs ne convient ni aux riches qui trouvent le paiement par chèques plus sûr, ni aux petites bourses pour lesquelles il représente une somme trop considérable et toujours difficile à changer. Le billet d'une livre serait au contraire très utile, et jouirait d'une large circulation : nul doute qu'on n'y revienne dans un temps donné.

Le billet de la Banque d'Angleterre est maintenant limité à deux genres de services : il sert d'abord à remplacer l'or dans les caisses des banquiers, et secondement, à faire les paiements de cinq livres et au-dessus, soit aux gens qui n'ont pas de banquiers, par exemple les ouvriers, soit lorsqu'un chèque ne serait pas accepté (dépenses de voyage, notes d'hôtel).

(1) Il est cependant possible que cette diminution tienne également aux pièces d'or légères qui tendent à s'accumuler chez les banquiers et à remplacer les billets.

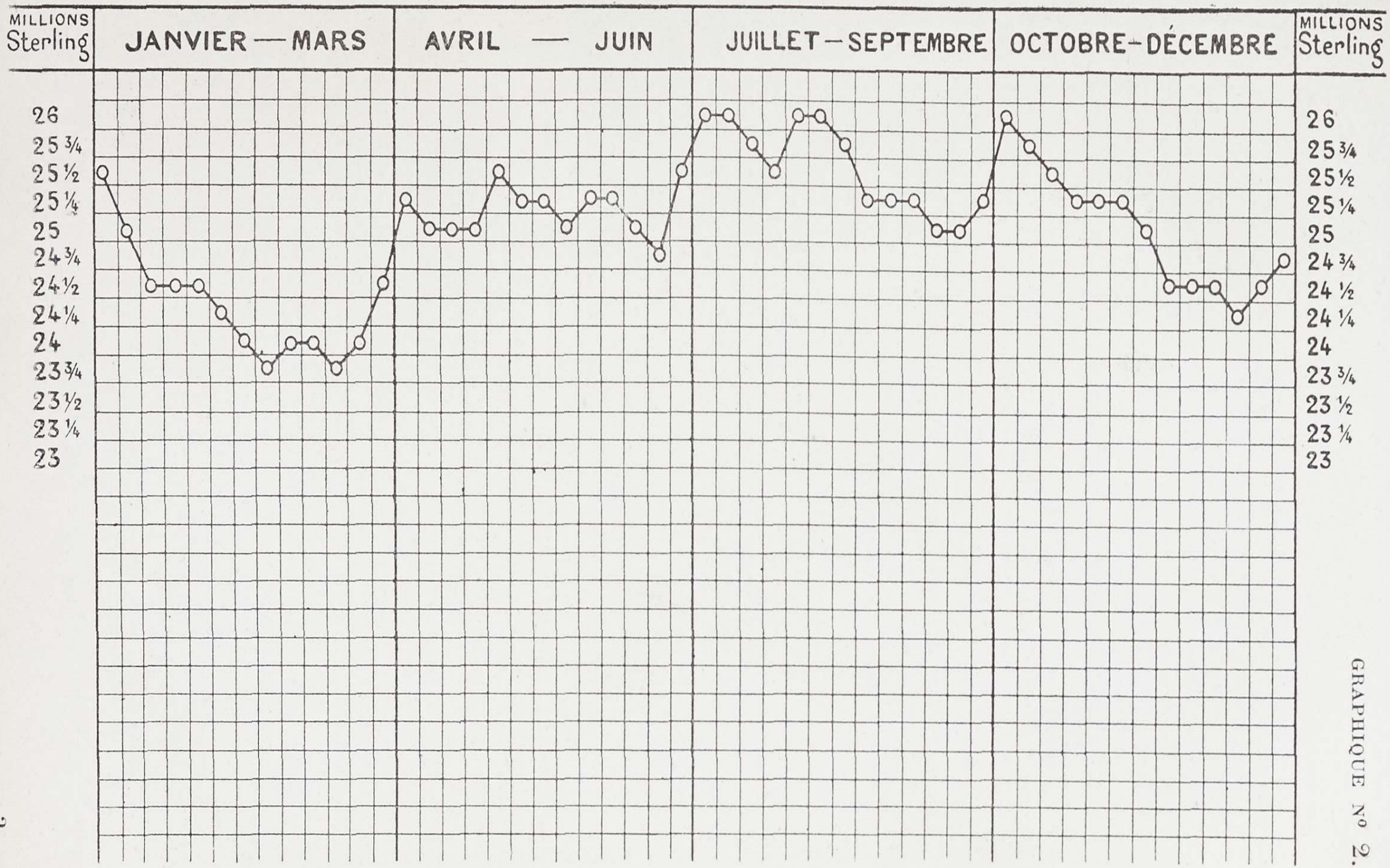
La circulation peut donc être divisée en deux masses, l'une fixe et permanente, l'autre flottante et variable, la première étant de beaucoup la plus importante. Le graphique n° 2 montre les mouvements moyens de la circulation annuelle. On observera que ses fluctuations ne sont pour ainsi dire que des rides de la surface et atteignent à peine le 5 0[0 de la masse dormante. Les traits principaux sont :

1° L'énorme proportion, près de 95 0[0, de la circulation fixe à la circulation variable.

2° L'augmentation de la circulation à la fin de chaque mois, et plus encore à la fin de chaque trimestre, causée par l'échéance des salaires et dividendes.

3° Le niveau élevé atteint pendant la saison des vacances. Le flux et le reflux normal de la circulation est un des phénomènes les plus connus du marché, et la certitude avec laquelle on peut le calculer le prive de toute influence sur le prix des capitaux. On s'inquiétera si sur des demandes de l'étranger la circulation s'augmente en une quinzaine de trente millions de francs : si le même fait a lieu à la fin de juin, on restera indifférent, et on n'y verra que l'oscillation normale du pendule (1). Bien entendu, si ce mouvement venait à coïncider avec une demande d'or pour l'étranger, un danger

(1) Lorsque l'étranger a besoin d'or, il escompte des effets au Département Commercial, reçoit en échange des billets et se procure l'or en les présentant au Département de l'Emission. Le drainage de l'or se traduit donc par une augmentation momentanée de la circulation active.



GRAPHIQUE N° 2.

LA CIRCULATION DE BILLETS DE LA BANQUE D'ANGLETERRE.

(Fluctuations hebdomadaires prises sur une moyennne de 10 années, 1881-1890.)

pourrait survenir ; mais en général ces variations superficielles sont trop bien prévues pour affecter les rapports de prêteurs à emprunteurs.

Il n'en est pas de même en ce qui concerne la circulation permanente, dont la masse profonde donne rarement signe de vie, et dont les mouvements ont une immédiate et profonde influence sur le prix de l'argent. Une augmentation de la circulation fixe coïncidant avec un accroissement du portefeuille (*Other securities*) est un signe certain de danger imminent ; cela signifie que les banquiers réalisent leurs valeurs et augmentent leur encaisse, et cela ne se voit que dans les moments où la solidité des banques paraît compromise, et où le moindre accroc pourrait déterminer une panique. Cela signifie également que les banques soupçonnées appartiennent à la province, car un banquier de Londres se contenterait d'augmenter son compte-courant à la Banque, tandis qu'un banquier d'Ecosse ou d'Irlande doit venir chercher l'or à Londres. Nous en avons vu un exemple en décembre 1878 ; la suspension des paiements d'une importante banque provinciale fut annoncée le 9, et le 18 décembre la circulation, qui en temps ordinaire aurait diminué, s'était élevée de £. 29 millions (F. 725 millions) à £. 32 millions (F. 800 millions), tandis que l'argent sautait de 4 1|2 à 6 0|0 et était d'ailleurs à peu près introuvable, sauf sur des garanties de premier ordre.

II

Emission de la Banque d'Angleterre sur contre-parties d'or.

Pour en avoir terminé avec le Département de l'Emission, nous devons nous occuper du chapitre Or et Lingots, qui forme la contre-partie exacte de tous les billets émis au-dessus de £. 16,450,000 (F. 411 millions). On a déjà vu que le bénéfice réalisé par la Banque provient uniquement de la portion de billets émise sur base de valeurs; le surplus représente simplement un dépôt d'or que la Banque d'Angleterre doit laisser dormir dans ses caves jusqu'au jour où le porteur de billet vient le retirer. Il en résulte que le Département de l'Emission n'a aucun intérêt à augmenter son émission à base d'or et qu'il aurait même intérêt à la restreindre. Mais il n'est pas libre de faire ce qu'il veut, et la loi l'oblige à acheter à un prix déterminé tout l'or qu'on lui apporte. Toute personne a le droit d'exiger du Département de l'Emission de la Banque d'Angleterre des billets contre des lingots d'or à raison de £. 3 - 17 s. 9 d. par once d'or fin. Ainsi la Banque doit, à première réquisition et indifféremment, donner ses billets contre de l'or, et de l'or contre ses billets. On n'est cependant pas forcé de s'adresser à la Banque : le monnayage de l'or étant gratuit, chacun peut, s'il le préfère, porter son or au directeur de la Monnaie qui,

après les délais de la frappe, le rendra transformé en souverains à raison de 1869 souverains pour 480 onces d'or à 11[12 de fin, ce qui représente 3 £. 17 s. 10 1[2 pence par once. C'est ce qu'on appelle le prix de la monnaie, plus fort de 1 d. 1[2 par once (environ 0,16) que le prix de la Banque. Malgré cette différence, l'or va toujours à la Banque, par la raison qu'il y est immédiatement changé, au lieu qu'à la Monnaie, il devrait attendre son tour, ce qui impliquerait une perte d'intérêts (1).

Cette différence de 1 penny $\frac{1}{2}$ par once est gagnée par la Banque, mais ce n'est pas un bénéfice à proprement parler : c'est plutôt une compensation pour les frais du transport des lingots à la Monnaie, lorsque la Banque a besoin de faire frapper. Bien entendu, la Banque ne fait frapper que le strict nécessaire et conserve autant que possible son stock d'or sous la forme même où elle l'a reçu.

La Banque d'Angleterre est obligée de donner des souverains en échange de ses billets ; mais il peut arriver qu'un négociant, voulant exporter de l'or, préfère des lingots. L'or en barres, moins exposé au frai que la monnaie, forme une véritable circulation internationale, et voyage de pays en pays, pour servir

(1) On perd en général vingt jours, et comme 1 penny 1/2 par once représente exactement 20 jours d'intérêt à 3 0[0, on pourrait en conclure qu'il est indifférent de porter l'or à la Monnaie ou à la Banque. En pratique cependant, tout l'or frappé à la Monnaie émane de la Banque, et jamais un particulier ne fait frapper.

de contrepoids à la balance du commerce. La Banque est alors libre de faire son marché comme il lui convient : elle est toujours disposée à donner des lingots au lieu de souverains, et elle les vend en général au prix de la monnaie, c'est-à-dire qu'elle donne une once d'or fin contre £. 3-17 s. 10 ½ d. en billets, réalisant ainsi un bénéfice de 1 penny ½ par once. Mais si la demande est très pressante, elle élève ses prix comme tout autre négociant, et ne donne plus l'once qu'en échange de £. 3-17 s. 11 d. (1). La différence paraît insignifiante, mais la marge sur les affaires en métaux est si étroitement calculée qu'une hausse d' ½ penny par once (½ °/₀₀) suffit à arrêter un retrait d'or (2). Il ne conviendrait pas d'aller plus loin, car au delà de 77 shillings 11 pence l'exportateur aimerait mieux prendre des souverains, et les faire fondre, et la Banque devrait frapper des lingots pour les remplacer.

Le Département de l'Émission reste donc indifférent aux mouvements de l'or. Si le métal entre, la planche aux billets fonctionne ; s'il sort, les billets reviennent et sont détruits. Son bilan s'équilibre toujours, pour ainsi dire, mécaniquement.

L'hypothèse d'une panique sur le Département de

(1) La Banque de France agit de même, avec cette différence qu'elle demande une prime, même sur les pièces de 20 francs. Il peut être dangereux de défendre son encaisse à ce prix.

(2) Les bénéfices dans les affaires de métaux sont très faibles, mais très sûrs. Marchandise d'exportation par excellence, l'or voyage à la moindre apparence de bénéfice.

l'Émission est si improbable qu'il est à peine utile de la discuter sérieusement. Elle pourrait se réaliser sans doute au cas d'une invasion étrangère, et, en fait, le cas s'est présenté une fois au siècle dernier, à la nouvelle que l'armée du prétendant était arrivée en vue de Derby. Mais, sauf cet accident, jamais la confiance du public n'a été ébranlée, et même au milieu des plus violentes crises, alors que tous les crédits étaient discutés, la circulation, au lieu de diminuer, s'est invariablement accrue.

Mais supposons pour un instant la possibilité d'une panique, et demandons-nous comment le Département de l'Emission pourrait rembourser en or tous ses billets, alors que plus de 400 millions (de francs) sont gagés sur des valeurs ? La Banque, a-t-on dit, n'éprouverait aucune difficulté à réaliser ses valeurs ; quant à la Dette de l'Etat, elle serait convertie en titres de rente, que la Banque vendrait aussitôt (1). C'est évidemment la seule réponse possible, mais comme elle suppose qu'on trouverait des acheteurs pour 400 millions de titres, à un moment où la Banque d'Angleterre elle-même serait en danger, on peut la prendre pour ce qu'elle vaut.

(1) L'Etat ayant donné cours légal au billet, est moralement responsable de son remboursement, si bien qu'on peut soutenir que la Banque, en cas de danger, aurait le droit de s'adresser à l'Etat pour en obtenir le remboursement de sa dette, soit £. 11,015,100.

CHAPITRE SIXIÈME.

LE DÉPARTEMENT COMMERCIAL DE LA BANQUE D'ANGLETERRE.

I

Ce département est une banque comme les autres. — Décompte hebdomadaire. — Le capital et les réserves en addition du capital.

Le Département Commercial de la Banque d'Angleterre est une banque comme toutes les autres, et n'en diffère par aucun trait essentiel, sauf le compte-courant du Trésor. Les affaires ordinaires de banque y sont traitées avec une indépendance entière par les Directeurs, dans l'intérêt exclusif des actionnaires et sans que l'Etat puisse intervenir. Néanmoins une obligation, dont les autres banques sont exemptes, lui a été imposée : celle de publier chaque semaine un état de situation. La Banque ayant en dépôt une grande partie de la fortune publique, il est juste que le Gouvernement et le public sachent comment il en a été disposé.

Le premier chapitre de cet état de situation comprend le *Capital et les Réserves*. La force de la Banque d'Angleterre et le principe du crédit illimité dont elle jouit résident dans son énorme capital de £. 14.553.000 (environ 365 millions de francs), qui surpasse non seulement le capital de toute autre banque du monde, mais que n'atteint même pas le capital réuni des Banques nationales de France et d'Allemagne. Ce n'est pas tout : la réserve formée de bénéfices non distribués se monte à plus de £. 3 millions, ce qui porte à plus de 17 millions $\frac{1}{2}$ sterling (fr. 437 millions) les ressources propres de la Banque d'Angleterre, immeubles non compris.

Le principal but du capital dans une banque est d'inspirer confiance aux déposants. Sous ce rapport, la Banque d'Angleterre offre une sécurité sans rivale. Ainsi le 2 juillet 1890, le total des dépôts s'élevait à £. 34,3 millions, contre £. 17,7 millions en capital et réserves, soit une proportion de plus de 50 %. A la même date, le bilan de la seconde des banques anglaises, la Banque de Londres et de Westminster, montrait £. 25 millions de dépôts, contre £ 4.5 millions en capital et réserve, soit à peine 20 %.

En un certain sens, ce vaste capital constitue un désavantage pour la Banque d'Angleterre : ses bénéfices, qui sont en moyenne de £. 1,5 millions (francs 37 millions), ne représentent pas plus de 10 % d'une somme aussi considérable, et les actionnaires regardent

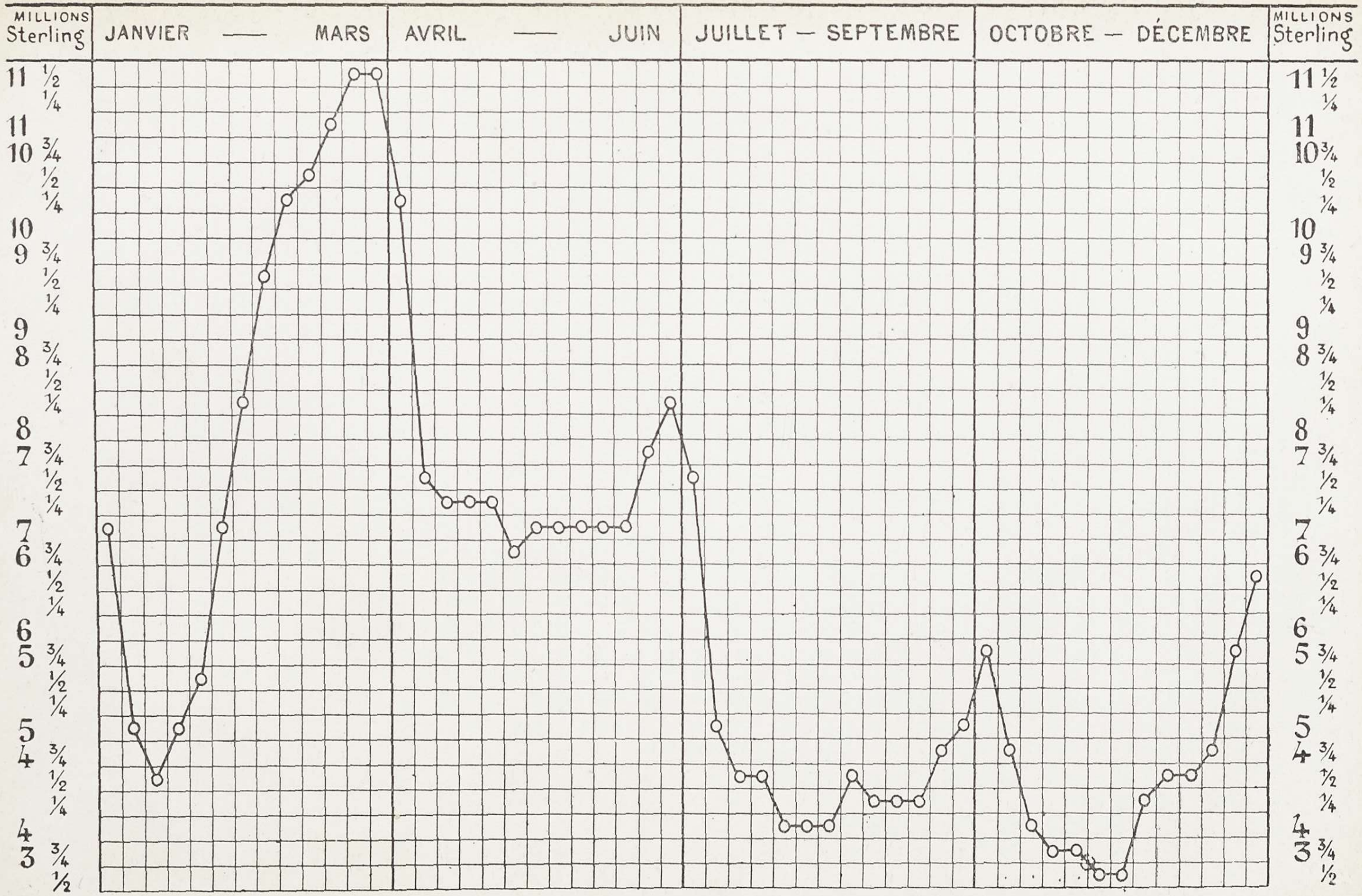
parfois avec envie les beaux dividendes distribués par des banques rivales, qui, n'étant pas chargées d'un poids aussi lourd, ont pu prendre l'avance et mieux rémunérer leur capital.

II

Compte-courant du Trésor. — Les recettes et les dépenses de l'Etat. — Comment le recouvrement des impôts affecte le bilan. — Augmentation du compte-courant du Trésor, de l'Encaisse, et du Portefeuille, et diminution des comptes-courants particuliers. — Effet produit sur le taux de l'escompte.

Le compte du Gouvernement anglais est le plus important des comptes-courants de la Banque d'Angleterre, et peut-être du monde entier. Les impôts recouvrés dans toute l'étendue du pays sont au fur et à mesure versés dans les succursales de la Banque d'Angleterre, et d'autre part l'Etat règle tous ses paiements (dépenses de la marine, de l'armée, traitements des fonctionnaires, etc...) au moyen de chèques sur la Banque. Le service de la dette publique lui incombe également, mais au prix d'une rémunération spéciale. Le solde laissé sans intérêt par le Trésor est en rapport avec l'importance du compte, et atteint en moyenne 3 millions sterling (fr. 75 millions). C'est bien pour un banquier le compte-courant idéal : tous les mouvements en sont rigoureusement prévus, le solde au crédit est toujours important, et aucun retrait n'est à

GRAPHIQUE N° 3.



LE COMPTE-COURANT DU TRÉSOR A LA BANQUE D'ANGLETERRE.

(Fluctuations hebdomadaires, moyenne de 10 ans, 1881-1890.)

craindre en cas de panique. En outre des fonds du Trésor, le compte de l'Etat comprend les soldes au crédit du secrétaire d'Etat pour l'Inde, des commissaires de la dette, et d'autres administrations publiques.

Le trait le plus intéressant de ce chapitre au point de vue du marché monétaire, est son augmentation considérable pendant le trimestre de mars. Le paiement des coupons sur les consolidés entraîne une baisse importante au commencement de l'année, mais du 15 janvier à la fin de mars, les entrées dépassent les sorties de plus de £. 7 millions (fr. 175 millions). Cela tient à ce que plus des deux tiers des impôts directs (income tax, impôt sur la propriété bâtie, impôt foncier) rentrent entre le 1er janvier et le 25 mars. Si les dépenses de l'Etat suivaient la marche des recettes, la balance ne changerait pas ; mais il est d'usage dans l'administration de renvoyer les paiements jusqu'après la clôture de l'année financière (fin mars), et nous assistons en effet dans les premiers jours d'avril à une diminution de 4 millions sterling (100 millions), ce qui nous ramène presque au point de départ.

Les effets de cet afflux temporaire d'argent sont très remarquables. On aperçoit tout d'abord dans quelle mesure l'impôt atteint les classes pauvres, qui ne peuvent se payer le luxe d'un compte-courant chez un banquier. Le jour de l'échéance (25 mars), la circulation métallique a diminué de £. 3 ½ millions (87 mil-

lions) et la circulation des billets de £. 1 ½ million (fr. 37 millions). L'encaisse du Département Commercial (numéraire et billets) gagne plus de £. 4 ½ millions (112 millions) et atteint son niveau annuel le plus élevé.

Le surplus des 7 millions sterling dont s'accroît le chapitre du *compte-courant du Trésor* est fourni par les comptes des autres banquiers et se traduit par une diminution des *comptes-courants particuliers*.

Le passage de sommes aussi considérables des poches du public dans les coffres de la Banque se fait naturellement sentir sur le prix de l'argent, non seulement en amenant la baisse du taux officiel d'escompte (qui se produit en général vers cette époque), mais encore en diminuant la marge qui existe ordinairement entre le prix des capitaux en Banque et hors Banque. Il est en général facile d'obtenir l'escompte sur le marché libre, à des conditions plus favorables. De 1881 à 1890, par exemple, le taux moyen d'escompte à la Banque d'Angleterre a été 3,45 % et hors Banque 2,60 %, soit une différence de 0,85 %. Mais de janvier à mars, le marché devenant plus pauvre et la Banque plus riche, la marge se restreint. Au commencement de janvier, après le paiement des coupons, l'argent est très abondant, et la différence est de 1,15 %. Mais bientôt la perception de l'impôt sur le revenu raréfie les capitaux disponibles, et la différence n'est plus au mois de février que de 0,70 %, pour

s'abaisser dans les trois premières semaines de mars à 0,50 %.

Par suite de ce nivellement entre les taux de l'escompte, la Banque d'Angleterre reçoit à l'escompte un bien plus grand nombre d'effets qu'à l'ordinaire.

A partir de la fin de mars, le *compte-courant du Trésor* ne présente plus rien d'anormal ni même d'intéressant. Le paiement des traitements et des coupons en diminue le chiffre à la fin de chaque trimestre, et finalement le maximum de mars se transforme en un minimum en novembre. Alors commencent à rentrer les ressources destinées à faire face aux lourdes échéances de janvier, et si, comme c'est toujours le cas, le solde créditeur du Trésor est insuffisant, la Banque parfait la différence et reçoit du Trésor des Bons remboursables sur les rentrées de la fin de janvier. Une augmentation du chapitre : *Valeurs de l'Etat*, est une particularité toujours remarquée dans le premier bilan de l'année.

III

Comptes-courants particuliers. — En quoi ils consistent. — La Banque d'Angleterre est la Banque des banquiers, et a la garde de la suprême réserve du pays entier. — Les fluctuations suivent les mouvements du capital flottant.

La totalité des engagements de la Banque envers le public se trouve groupée au chapitre des *Other Deposits*, qui se compose des soldes créditeurs des clients de la Banque d'Angleterre, et correspond aux comptes-courants bien plus qu'aux comptes de dépôts des autres banques.

On peut dire d'une manière générale que les « Comptes-courants particuliers » donnent la mesure du stock de capital disponible, et chacune de leurs variations est un précieux indice pour ceux qui sont initiés aux lois du marché monétaire. D'une élévation au-dessus de la moyenne, on conclut que l'argent est très abondant sur le marché libre, et trouve difficilement à s'employer. Au contraire, une baisse fait prévoir la rareté et le renchérissement de l'argent hors Banque.

Cette relation étroite entre le taux de l'escompte hors Banque et les *Comptes-courants particuliers* est due à ce fait que la Banque d'Angleterre est la Banque des banquiers, et que ce chapitre comprend non seulement les soldes au crédit des puissantes

Compagnies et des riches négociants, mais encore les soldes de caisse de beaucoup de Banques provinciales, et de toutes les banques, au nombre de 26, qui forment la Chambre de compensation de Londres : chacune a un compte à la Banque d'Angleterre, et les soultes des compensations journalières se règlent par un simple transfert sur les livres de la Banque. Si l'on fait attention à l'importance des compensations de chaque jour (un virement total de 1 milliard 250 millions n'a rien d'extraordinaire pour une liquidation de quinzaine), on comprendra facilement que, dans ce but seul, il est nécessaire d'entretenir à la Banque d'Angleterre des soldes considérables.

Les banquiers de Londres confient également à la Banque d'Angleterre la réserve de caisse que la prudence leur fait un devoir de tenir toujours disponible en cas de panique soudaine. Il serait plus naturel, semble-t-il, de garder soi-même son argent ; mais c'est une des particularités des habitudes anglaises, qu'aucun établissement, sauf la Banque d'Angleterre, ne prend charge de sa propre réserve ; autant que possible on renvoie la responsabilité à un autre : on ne garde que la somme nécessaire aux besoins ordinaires de chaque jour, et le surplus, qui doit être mis de côté pour faire face aux retraits imprévus, est déposé dans une autre banque. Les succursales de province s'adressent au siège social ; le siège social a son correspondant de Londres, et celui-ci a la Banque d'Angleterre.

La Banque d'Angleterre assume donc la responsabilité de veiller sur la suprême réserve métallique du pays tout entier, et les *Comptes-courants particuliers*, ou, tout au moins ce qui dans ce total appartient aux banquiers, constituent la source unique de numéraire disponible à laquelle on pourrait puiser en cas de besoin immédiat. Partout où une demande immédiate d'argent se produira en Angleterre (comme au cas d'un *run* sur une banque), on ne pourra y faire face qu'en puisant au réservoir central.

Si les soldes au crédit des banquiers ne représentaient que des provisions pour les compensations et des réserves, leur total resterait presque toujours le même. Les différences résultant des compensations peuvent en effet changer le crédit de tel ou tel banquier, mais la somme déposée à la Banque ne change pas, et de même, en temps normal, les réserves sont peu sujettes à variations.

En fait cependant, les soldes au crédit des banquiers présentent des fluctuations considérables, et la cause doit en être cherchée dans un troisième élément, les *capitaux flottants*. Il y a des moments où un banquier ne sait littéralement que faire de l'argent qui afflue chez lui. Après le paiement des coupons, par exemple, le marché est inondé et les décharges ordinaires ne peuvent débiter le torrent : on achète avec empressement tous les effets qui s'offrent ; on examine attentivement tous les modes d'emploi ; malgré tout, il

reste une certaine quantité de capital inoccupé qu'on envoie dormir à la Banque d'Angleterre et gonfler provisoirement le compte des *Other Deposits*. Même chose se produit dans les périodes de stagnation commerciale, et plus généralement, toutes les fois que l'argent abonde et que les affaires sont rares, le chapitre des « Comptes-courants particuliers » augmente, et cette augmentation est toujours suivie d'un abaissement du taux de l'escompte.

IV

Moyenne normale des *Other Deposits*. — Augmentation à la fin de chaque semestre. — Effets d'une crise. — Exemples de 1875-1878 et 1890.

Pendant la période décennale 1881-1890, les *Comptes-courants particuliers* ne sont jamais tombés au-dessous de 21 ½ millions sterling (Fr. 537 millions), et la bonne moyenne ordinaire varie entre £. 24 ou 25 millions (de 600 à 625 millions de francs) (1). Sur cette somme, combien appartient aux banquiers, et combien aux clients ordinaires ? Le décompte en a été publié jusqu'en 1877, et, à cette date, une somme de 11 mil-

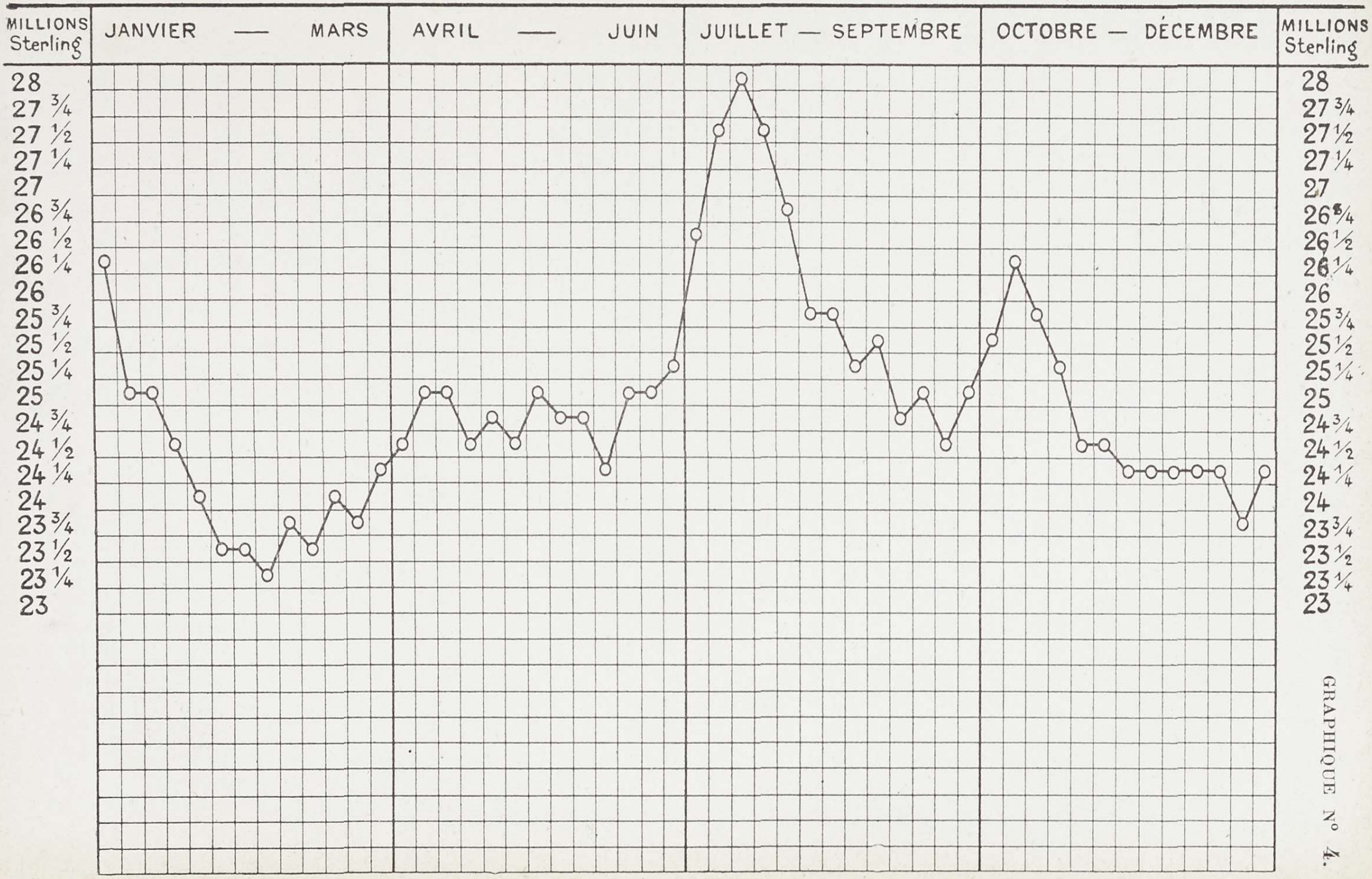
(1) En 1891, la moyenne s'est élevée à £. 31 1/2 mill. (près de 800 millions de fr.) : cette augmentation était due en partie au discours prononcé à Leeds par M. Goschen (janvier 1891), dans lequel il conseillait aux banquiers d'augmenter leurs réserves, et en partie au transfert de fonds déposés chez les Baring.

lions sterling (Fr. 275 millions) représentait les dépôts des simples négociants ou capitalistes ; le surplus (£. 13 ou 14 millions. — Fr. 350 millions) formait l'actif des banques.

Le trait le plus saillant dans la physionomie de ce chapitre est une augmentation considérable et soudaine à la fin de chaque semestre ; vers le 30 juin et le 31 décembre, presque toutes les sociétés ont l'habitude de renforcer leur compte de banque, afin de donner meilleure figure à leur bilan, qui s'établit à cette époque. Les banquiers eux-mêmes obéissent à cette préoccupation. Beaucoup de l'argent mobilisé dans ce but finit par se réunir dans les caisses de la Banque, et produit cette inflation normale, mais passagère, car, aussitôt le but atteint, les fonds reprennent le chemin des caisses particulières.

Un autre mouvement de hausse se remarque au détachement des coupons d'octobre , tandis qu'en avril cette influence est plus faible, parce que l'argent, devenu rare par suite de la perception de l'impôt, est facilement absorbé par le marché.

Voilà les fluctuations régulières qu'on peut retrouver chaque année. Il en est d'autres plus rares qui demandent une explication. En temps de crise, on remarque immédiatement un accroissement considérable des *Comptes-courants particuliers* : les banquiers sont toujours les premiers à prendre l'alarme et à fortifier leurs disponibilités.



GRAPHIQUE N° 4.

LES « COMPTES-COURANTS PARTICULIERS » A LA BANQUE D'ANGLETERRE.

(Fluctuations hebdomadaires. Moyenne de 10 ans, 1881-1890.)

Nous prendrons à titre d'exemple l'année 1875, mémorable par la faillite de la maison Collie de Manchester et de plusieurs autres. Cet exemple sera d'autant plus topique, qu'à cette époque on connaissait exactement le chiffre des sommes appartenant aux banquiers.

DATE.	CHIFFRES EXPRIMÉS en millions de francs.	TOTAL des Ctes Cts particuliers.	COMPTES courants des banquiers.
1875 19 mai	Le total des Ctes Cts particuliers est de. . . .	425	. . . .
. . .	Sur laquelle les comptes des banquiers représentent.	. . . . .	182,5
22 mai	Crise à Rio. Bruits alarmants à Londres. . .	. . . . .	. . . . .
26 mai	. . . . .	475	250
31 mai	Plusieurs faillites. . . .	. . . . .	. . . .
2 juin	. . . . .	537,5	300
. . .	Du 3 au 8 juin, les faillites s'arrêtent ; la confiance revient.	. . . . .	. . . . .
9 juin	. . . . .	500	262,5
. . .	Entre le 15 et le 19 juin, faillite de A. Collie et Cie, et d'autres maisons.	. . . . .	. . . . .
23 juin	. . . . .	570	310
. . .	Du 24 au 29 juin, les faillites continuent. . . .	. . . . .	. . . . .
30 juin	. . . . .	635	355

On voit qu'en six semaines les dépôts augmentent de plus de 200 millions, et que sur cette somme les banquiers fournissent 175 millions, doublant ainsi le chiffre de leurs crédits en banque. Le surplus (environ 35 millions) représente probablement l'argent retiré des

autres banques pour être confié à la Banque d'Angleterre, seul asile sûr au milieu de l'ébranlement général.

La catastrophe de la Banque de Glasgow en 1878 nous fournira un second exemple ; mais ici le rôle joué par les banquiers ne peut être que conjecturé.

DATE.		MILLIONS de fr.
1878 25 sept.	Montant total des Comptes-courants particuliers.	502,5
. . .	Du 26 au 30, bruit de difficultés en Ecosse.	. . . .
2 oct.	. . . . .	549
3 oct.	Suspension des paiements de la Banque de Glasgow.	. . . . .
9 oct.	. . . . .	650
. . .	Du 10 au 15 octobre, nouvelles faillites.	
16 oct.	. . . . .	680

C'est une augmentation de près de 200 millions en trois semaines.

Enfin, en novembre 1890, lorsqu'on apprit la situation embarrassée de la maison Baring, les *Comptes-courants particuliers* passèrent en sept jours du chiffre déjà élevé de Fr. 757,5 millions à celui de 910 millions, point le plus élevé qui ait été jamais atteint.

Des bruits de guerre produisent le même effet. Dans les premiers mois de 1885, un conflit avec la Russie au sujet de la délimitation de la frontière Afghane sembla s'envenimer : on vit alors les fonds déposés à la Banque s'élever de Fr. 600 millions en janvier à plus

de 850 millions en juillet ; en même temps, il y avait une stagnation complète des affaires, et les réserves importantes accumulées par les banquiers ne trouvaient pas encore à s'employer, alors que depuis longtemps toute crainte de guerre avait disparu. Le marché regorgeait d'argent, et durant six mois, on put le trouver à moins d'$\frac{1}{2}$ %.

V

La Banque d'Angleterre essaye d'attirer l'or en élevant son escompte. — Cette hausse n'a d'effet qu'autant que le marché la suit. — Le taux du marché hors Banque est fixé par la loi de l'offre et de la demande. — Les *Comptes-courants particuliers* sont une mesure de l'offre. — Si l'offre est trop considérable, la hausse du taux de l'escompte de la Banque restera sans effet. — Comment fait la Banque pour raréfier l'argent sur le marché. — Un autre moyen de contrôler le marché serait de payer un intérêt sur les fonds déposés. — Arguments pour et contre.

Un dernier point reste à signaler relativement aux soldes créditeurs des comptes-courants des banquiers. Lorsque l'or tend à sortir d'Angleterre, comme il arrive souvent vers la fin de l'année, la Banque n'a qu'un seul moyen d'arrêter le drainage : c'est de rendre l'argent plus cher sur le marché de Londres que sur ceux du continent. Par suite de ce renchérissement, les bénéfices des exportateurs d'or sont tout d'abord annulés, et, de plus, les banquiers étrangers se mettent à acheter du papier sur Londres, afin de profiter de la rému-

nération avantageuse qui s'offre à leurs capitaux. Les changes deviennent favorables, et l'or perdu par l'Angleterre est bientôt remplacé par les arrivages des autres pays.

La Banque d'Angleterre, pour amener sur le marché de Londres le renchérissement de l'argent dont nous venons de signaler les heureuses conséquences, ne peut qu'élever le taux de son escompte. Mais le succès de cette mesure dépend toujours de l'appui qu'elle rencontre sur le marché libre. Les banquiers du continent, possesseurs de capitaux flottants, s'inquiètent peu du taux de l'escompte à la Banque d'Angleterre : lorsque, par l'achat de traites sur Londres, ils y envoient leurs fonds disponibles, ils entrent en concurrence non pas avec la Banque d'Angleterre, mais avec les banquiers, et c'est le taux du marché libre qui seul les fait agir. Si ce taux dépasse celui de leur pays, ils achèteront sans hésiter ; mais l'élévation de l'escompte à la Banque d'Angleterre ne produirait à elle seule aucun effet. Il ne servirait de rien à la Banque de proclamer que l'argent qui valait hier 4 0[0, en vaudra 5 aujourd'hui, si les autres puissances de la place ne s'entendent pas avec elle, pour modifier leurs prix en conséquence. Cette hausse, si elle est possible, est évidemment avantageuse à tous les banquiers, et dans une certaine mesure, ils sont même forcés de suivre la Banque, parce que l'intérêt des dépôts étant, comme nous l'avons vu, réglé par le cours officiel, ils sont

obligés de gagner davantage, pour compenser ce qu'ils ont à payer en plus à leurs déposants. Mais le prix de l'argent sur le marché libre n'obéit que fort peu à de semblables considérations, et n'est définitivement fixé que par l'équation de l'offre et de la demande.

Nous n'avons pas à nous occuper ici de la *demande des capitaux* ; mais en ce qui concerne l'offre, il est permis d'en juger par l'état des *Comptes-courants particuliers*. Si leur niveau est bas, la provision de capitaux disponibles est faible, et il est permis d'en conclure que le marché répondra sans se faire prier à l'initiative de la Banque. Au contraire, si leur niveau est très élevé, ce qui indique un excès de capitaux flottants, la Banque aura beau élever son escompte, elle ne parviendra pas à influencer les cours extérieurs, soumis à la libre concurrence des banquiers anxieux d'employer leur trop-plein de disponibilités. Plus ce trop-plein sera considérable, plus large sera l'écart entre les prix en banque et hors banque. En 1887, par exemple, nous trouvons les chiffres suivants :

DATE	Ctes Cts PARTICULIERS millions de fr.	COURS de la banque.	COURS hors banque.	DIFFÉRENCE.
21 sept.	540 mill. (minim. de l'an.)	4 %	3 $\frac{15}{16}$ %	3 s. 9 d (= 4 $\frac{2}{5}$ %)
17 août.	592 — (moyenne —)	3 %	2 $\frac{9}{16}$ %	3 s. 9 d (= 14 $\frac{1}{2}$ %)
20 juill.	695 — (maxim. —)	2 %	1 $\frac{5}{8}$ %	12 s. 6 d. (= 31 $\frac{1}{4}$ %)

Ainsi, lorsque, pour arrêter un drainage d'or, la

Banque d'Angleterre élève son escompte, l'efficacité de cette mesure varie en proportion du stock de capitaux flottants, ou, en d'autres termes, elle est d'autant plus grande que le chiffre des *Comptes-courants particuliers* est moins élevé (1).

D'ordinaire une exportation d'or a pour conséquence naturelle une hausse du prix des capitaux ; en effet, avec chaque million exporté, l'encaisse métallique de la Banque diminue, mais en même temps le stock des capitaux flottants est réduit. Cependant, lorsque la place est très abondamment pourvue, il peut arriver et il arrive en fait quelquefois, qu'elle puisse supporter, sans y prendre garde, une perte de deux ou trois millions sterling. La hausse de l'escompte n'est plus alors qu'un palliatif insuffisant, et s'il n'existait pas d'autres moyens de la protéger, la réserve de caisse de la Banque d'Angleterre tomberait bien vite à un niveau dangereusement bas.

Des élévations progressives et réitérées de l'escompte finiraient évidemment par mettre à sec le marché et triompher de ses résistances. Mais la Banque n'a pas ses coudées franches. Son taux officiel est partout regardé comme l'étalon de la valeur de l'argent ; l'inté-

(1) On peut comparer sur ce point le graphique n° 4 (Comptes-courants particuliers) et le graphique n° 17 (Différence entre les taux de l'escompte de la Banque d'Angleterre et du marché libre). On verra qu'à la fin de juillet, époque où les comptes-courants atteignent leur maximum, cette différence arrive à son point extrême. A la fin de février, c'est l'inverse qui a lieu.

rêt des dépôts de banque se modèle sur lui ; c'est le taux minimum auquel on escompte les effets en dehors de Londres, etc. Il en résulte qu'*à moins d'une crise justifiant un cours exceptionnellement élevé*, la Banque d'Angleterre est obligée de se renfermer dans des limites étroites, et ne peut dépasser le taux de 5 0[0, sans s'exposer à un véritable *Tolle* du commerce anglais. Si l'escompte à 5 0[0 est un remède insuffisant, il faut recourir à d'autres mesures. Dans un cas pareil, la Banque Impériale d'Allemagne, qui use volontiers des moyens d'intimidation, donnerait à entendre aux exportateurs d'or qu'ils s'exposent à son ressentiment, si le drainage est poursuivi; la Banque de France mettrait une prime sur l'or. La Banque d'Angleterre ne peut employer aucun de ces moyens, et cependant il faut retenir l'or à tout prix.

Dès qu'il apparaît qu'alourdi par une pléthore d'argent disponible, le marché ne peut suivre le pas de la Banque, celle-ci va droit au nœud de la difficulté, et se débarrasse des capitaux surabondants, en les empruntant. Cet emprunt se réalise en vendant des Consolidés au comptant et en les rachetant à terme. Le prix fixé pour le rachat à terme est naturellement plus élevé que celui de la vente au comptant, et la différence représente l'intérêt du prêt. Les acheteurs paient la Banque en lui donnant des chèques sur leurs banquiers ; aussitôt le chapitre des *Comptes-courants particuliers* diminue ; les banquiers ayant moins d'argent disponible,

le prix des capitaux se resserre et finalement la Banque atteint son but, qui est d'élever le cours de l'escompte sur le marché de Londres au-dessus du niveau des places du continent, et de tenter ainsi les capitalistes étrangers.

Prenons un exemple pour rendre ces principes plus clairs. D'ordinaire, à la fin de septembre, la Banque d'Angleterre est en gain sur l'étranger de plus d'un million sterling d'or. En 1888, on constatait au contraire une petite perte. Aussitôt, pour attirer l'or étranger, la Banque élève son escompte à 5 0[0, et à la fin d'octobre, la différence est regagnée. Voici le tableau des mouvements de l'or pendant les semaines suivantes :

DATE.	COMPTES courants — millions de fr.	PORTE-FEUILLE. — millions de fr.	ENTRÉES ET SORTIES D'OR millions de fr.	ESCOMPTE de la Banque d'Angleterre	ESCOMPTE HORS BANQUE. Londres	Paris	Berlin.
31 oct.	640	927,5	Gain pr la Banque — 28 mill.	5 %	3 5/8 %	4 1/8 %	2 7/8 %
7 nov.	637,5	920	Perte » — 22 »	5 »	3 3/4 »	3 7/8 »	3 »
14 »	647,5	912,5	Stationnaire.	5 »	3 3/4 »	3 7/8 »	3 »
21 »	557,5	857,5	Perte — 29 mill.	5 »	4 3/4 »	3 5/8 »	3 1/4 »
28 »	552,5	835	Perte — 5 »	5 »	4 3/4 »	3 3/4 »	3 1/4 »

A la fin d'octobre, on voit que les *Comptes-courants particuliers* atteignent le chiffre de 640 millions : l'argent est donc très abondant sur le marché, et ne vaut plus que 3 5/8 %. Les places étrangères n'ont plus intérêt à envoyer de l'or à Londres : bientôt le mouve-

ment d'exportation du métal reprend, sans être le moins du monde entravé par le taux de 5 0[0 de la Banque. Cinquante millions quittent l'Angleterre pendant les trois premières semaines de novembre. Alors la Banque se décide à agir : elle vend des Consolidés, et emprunte de cette manière l'argent en excès. On voit aussitôt les *Comptes-courants* baisser de 90 millions et l'intérêt s'élever sur le marché libre de 3 $\frac{4}{5}$ % à 4 $\frac{3}{4}$ %. Les cours de Londres étant désormais plus avantageux que ceux des autres places, le courant change de direction, et à la fin de décembre, la Banque d'Angleterre avait regagné toute sa perte antérieure.

On a souvent conseillé à la Banque d'Angleterre une autre méthode pour se rendre maîtresse du marché : il lui suffirait d'offrir un intérêt à ses déposants. Ceux qui confient leurs capitaux à un banquier recherchent moins un intérêt élevé qu'un placement sûr ; il n'est pas douteux qu'en offrant un intérêt même très minime, la Banque d'Angleterre, avec le prestige de son nom, n'arrivât à en absorber la plus grande partie. Il serait alors très facile d'assurer la prépondérance du taux officiel, car il suffirait à la Banque d'Angleterre d'élever l'intérêt de ses dépôts, pour tarir immédiatement les sources qui alimentent le marché libre.

Mais ce procédé soulèverait des objections : ce serait d'abord une révolution dans la politique traditionnelle de la Banque, qui a toujours fait passer la sécurité avant le profit : or, il est clair que la possession de

sommes énormes, exigibles à tout moment, constitue un danger ; et si la Banque d'Angleterre détient aujourd'hui plus de cinq cents millions (de francs) sans débourser un centime, on ne peut prévoir ce que deviendrait ce chiffre, si les fonds déposés portaient intérêt. La Banque a la responsabilité de la réserve suprême de la nation, et elle ne doit pas s'exposer au risque d'un *assaut* en temps de crise. Dans l'état actuel des choses, ce risque n'est pas à craindre, puisque les comptes courants augmentent à la première apparition d'un danger. Mais en serait-il de même, le jour où les déposants appartiendraient à des catégories plus nombreuses et plus mêlées ?

De plus, la Banque, en faisant concurrence aux banquiers, et en les privant d'une grosse part de leurs bénéfices, offenserait gravement ses meilleurs clients, sans rien ajouter à ses propres gains. Les banquiers gagnent sur les dépôts, parce qu'ils emploient la plus grande partie des fonds, et ne conservent qu'un minimum d'encaisse destiné à faire face aux retraits imprévus. La Banque a au contraire l'habitude constante de ne jamais laisser tomber sa réserve de caisse au-dessous-de 43 0/0 de ses engagements; il s'en suivrait que, payant intérêt sur la totalité des fonds déposés chez elle, elle ne gagnerait que sur la moitié. En outre, une portion notable des 500 millions dont elle possède aujourd'hui la jouissance gratuite passerait immédiatement des comptes-courants aux comptes de dé-

pôts, et augmenterait le chiffre des intérêts qu'elle aurait à payer.

Enfin, toutes considérations de sécurité et de bénéfice écartées, la grande difficulté serait de constituer et surtout de maintenir une réserve suffisante. Supposons, par exemple, que le chiffre actuel des dépôts vienne à doubler, la Banque devrait augmenter son encaisse de Fr. 275 millions, pour conserver la proportion ordinaire, et, dans l'hypothèse, il y aurait plus de raisons pour élever cette proportion que pour l'abaisser. Mais où se procurerait-on l'or, et si on l'avait, comment le garderait-on ? De 1881 à 1889, malgré le pouvoir attirant des taux élevés, on ne constate qu'un faible gain, d'environ 41 millions.

	Excédent des entrées d'or.	Excédent des sorties d'or.
1881-1883.	28.000.000	. . . . .
1884-1886.	. . . . .	60.000.000
1887-1889.	72.500.500	. . . . .
Gain pour solde.	. . . . .	40.000.000
	100.500 000	100.500.000

Ainsi tout ce que peut faire la Banque, au prix d'une vigilance qui ne se dément jamais, c'est de tenir à peu près en équilibre la balance des entrées et des sorties d'or. On voit que pour augmenter dans des proportions notables sa réserve, elle serait obligée de maintenir des prix absolument exorbitants. Donc, quelque bizarre que puisse paraître ce système d'amener une

hausse artificielle de l'intérêt, en empruntant de l'argent dont elle n'a que faire, il vaut encore mieux que d'allouer un intérêt sur les dépôts, et jusqu'à ce qu'on ait imaginé un meilleur moyen, nous continuerons à voir la Banque se servir des comptes-courants que les banquiers ont chez elle, comme d'un levier pour soulever le marché.

CHAPITRE SEPTIÈME.

DÉPARTEMENT COMMERCIAL DE LA BANQUE D'ANGLETERRE (*suite*).

Les placements de la Banque. — Titres garantis par l'Etat. — Le « Portefeuille ». — Les avances sur titres. — Les courtiers de change empruntent sous cette forme pour satisfaire à des demandes urgentes. — Effets d'une crise sur le Portefeuille.

Les deux chapitres, *Valeurs garanties par l'Etat* et *Portefeuille*, englobent tous les placements de la Banque d'Angleterre. Les « valeurs garanties par l'Etat » comprennent, comme leur nom l'indique, toutes celles dont le revenu est garanti par l'Etat anglais, comme les Consolidés, les Bons du Trésor, les Obligations de l'Echiquier. Les mouvements de ce chapitre n'offrent pas grand intérêt ; il est cependant utile de connaître leur signification.

A la fin du trimestre, on observe souvent un accroissement soudain du Portefeuille garanti par l'Etat, qui représente les titres remis par le Trésor, en garantie d'avances temporaires. Le compte-courant du Trésor est en général trop faible pour faire face aux

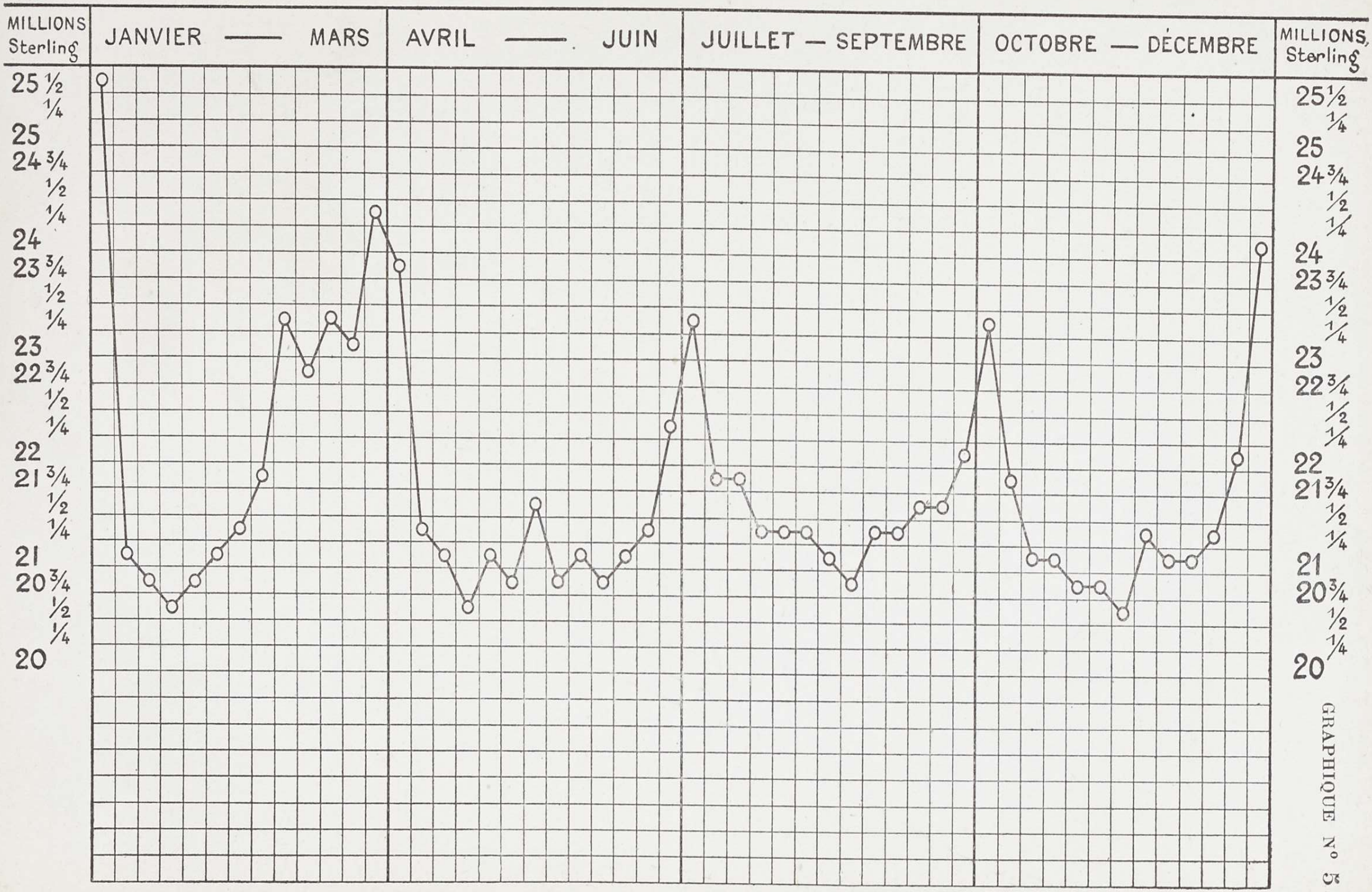
échéances trimestrielles. La Banque fournit le surplus, et reçoit en échange des Bons remboursables sur le produit des impôts. Le Trésor n'emprunte rien à la fin de mars, parce que la perception de l'*income tax* lui apporte à ce moment des disponibilités considérables.

Un changement dans le chapitre, coïncidant avec la liquidation mensuelle des rentes, ou une émission de Bons du Trésor, indique une évolution des placements de la Banque, et peut quelquefois influencer le prix des capitaux. Si, par exemple, la Banque ne renouvelle pas une partie de ses Bons du Trésor, la nouvelle émission devra être prise par le marché, et l'argent tendra à devenir plus cher.

Rappelons aussi que la vente au comptant et le rachat à terme de rentes sur l'Etat constituent pour la Banque le moyen le plus efficace de drainer les fonds surabondants du marché.

Portefeuille. — Sous ce titre général, figurent les rentes du gouvernement indien et des autres colonies, les actions et les obligations de toute nature, les lettres de change escomptées, et enfin les avances sur titres faites aux courtiers de change et au public. Depuis 1880, ce chapitre ne s'est jamais abaissé au-dessous du chiffre de Fr. 437 millions $\frac{1}{2}$, et la moyenne est de 537 millions $\frac{1}{2}$ (1).

(1) En 1891, la moyenne du Portefeuille a été de Fr. 737 millions 1/2 par suite de l'avance extraordinaire de 187,500.000 fr. faite à la liquidation Baring.



GRAPHIQUE N° 5.

LE PORTEFEUILLE DU DÉPARTEMENT COMMERCIAL DE LA BANQUE D'ANGLETERRE.

(Fluctuations hebdomadaires, moyenne de 10 ans, 1881-1890.)

Les détails de cette masse ne sont pas connus. Autrefois la Banque fournissait le décompte du Portefeuille titres et du Portefeuille effets et avances; mais, depuis 1875, elle a cessé de donner ce renseignement. A cette époque, les affaires d'escompte de la Banque semblaient se restreindre : ce déclin n'a pu que s'accentuer depuis, et, selon toute apparence, le Portefeuille effets est aujourd'hui relativement modeste. En effet, le marché peut presque toujours escompter meilleur marché que la Banque, et il est naturel qu'il l'emporte. On peut poser en règle générale que la masse des porteurs d'effets ne va frapper à Threadneedle street que dans des circonstances exceptionnelles, par exemple quand le marché est à sec, et qu'on s'attend à une hausse du taux officiel. Les banquiers sont alors peu disposés à se lier les mains, et ne consentent à escompter que sous réserve d'appliquer le cours du « jeudi suivant ». (On sait que, chaque jeudi, la Banque publie son bilan et proclame le taux de son escompte.) Plutôt que de subir cet aléa, les porteurs d'effets préfèrent quelquefois courir la chance et s'adresser directement à la Banque.

La grande masse des affaires de la Banque revêt la forme, non pas d'escompte, mais de prêts à court terme sur garantie de valeurs de Bourse de premier ordre, ou de lettres de change. L'argent n'est prêté ni de jour à jour, ni sur warrants. Toutes les fois que l'argent est très demandé sur le marché, et que l'offre

est peu abondante, on voit le *Portefeuille* s'accroître, ce qui montre qu'on s'est adressé à la Banque pour parfaire la différence.

C'est ainsi que le *Portefeuille* augmente régulièrement à la fin de chaque trimestre. Pour faire face aux échéances de coupons, de salaires et de loyers, les banquiers font rentrer une partie des fonds qu'ils ont chez les courtiers de change, et ces derniers, dont la réserve est en général très faible, sont obligés d'emprunter à la Banque pour pouvoir rembourser.

Le resserrement de l'argent produit par la perception de l'income-tax et de l'impôt foncier se fait également sentir sur le *Portefeuille*, qui s'élève constamment du milieu de février jusqu'à la fin de mars, pour retomber très vite dès qu'en avril le Trésor commence à ouvrir ses caisses.

Ce n'est pas le fait, assez insignifiant en lui-même, que le marché est régulièrement forcé de recourir à la Banque, qui donne de l'importance aux mouvements du Portefeuille ; mais ils sont intéressants parce qu'ils montrent combien la place est mal préparée pour résister à une pression même légère. Si vastes que soient ses ressources, comparées à ses engagements, l'agencement en est si juste, si étroite la réserve laissée inactive pour parer aux événements imprévus, qu'un déplacement de 50 ou 75 millions de francs suffit à rompre l'équilibre et à rendre absolument indispensable le concours de la Banque.

Une augmentation simultanée du *Portefeuille* et des *Comptes-courants* se remarque souvent et signifie (en dehors des échéances trimestrielles) que les banquiers ont besoin d'argent, et cherchent par prudence à augmenter leur encaisse. On remarque ce fait toutes les fois que le marché pressent une crise, et l'amplitude du mouvement sert à mesurer la gravité du danger. En 1866, lors de la faillite d'Overend Gurney et Cie, le Portefeuille monta de :

Fr. 520 millions,		le 9 mai
à — 772	—	le 16 —

ce qui représente une augmentation de 250 millions, en sept jours.

Lors de la faillite Collie, en 1875, il passe de :

Fr. 457 millions,		le 16 juin
à — 637	—	le 30 —

En 1878, lors de la suspension des paiements de la Banque de Glasgow,

de Fr. 432 millions,		le 25 septembre
à — 575	—	le 16 octobre.

Enfin en 1890, lors des difficultés Baring, le Portefeuille s'élève de Fr. 625 millions, le 12 novembre

à — 800	—	le 19 —

Comme on le voit, la Banque prête dans ces occasions avec la plus grande libéralité : c'est le meilleur moyen de rassurer les esprits et de calmer la panique.

Mais comme les emprunteurs n'ont pas réellement besoin d'argent, et veulent seulement être prêts à tout événement, la plus grande partie des sommes prêtées reste à la Banque, et figure au chapitre des *Comptes-courants*.

CHAPITRE HUITIÈME.

L'ENCAISSE DU DÉPARTEMENT COMMERCIAL DE LA BANQUE D'ANGLETERRE.

I

La Banque d'Angleterre étant obligée de payer ses dettes en or, la réserve de caisse est la base de son crédit. — Comment et pourquoi une exportation d'or affecte l'encaisse du Département Commercial.

La *Réserve* (1) n'est autre chose que l'encaisse totale en pièces d'or et en billets de banque du Département Commercial de la Banque d'Angleterre. C'est le trait caractéristique du bilan. L'existence même de la Banque dépend du maintien d'une réserve de caisse suffisante pour faire face aux retraits des déposants ; il ne faut pas oublier en effet que les fonds placés en comptes courants sont tous remboursables en or et à première demande, et que si la Banque laisse en souffrance un

(1) Il ne faut pas confondre la *Réserve* dont il est question ici, avec les réserves en addition du capital qui figurent au passif du bilan.

seul de ses engagements, c'est la faillite. Il existe en outre une relation étroite entre la force de l'encaisse et le taux de l'escompte, si bien que la *Réserve* est en même temps la base du crédit de la Banque, et la clef des variations du prix de l'argent.

On s'imagine quelquefois que la *Réserve* protège le porteur de billets aussi bien que le déposant, et qu'une sortie d'or est nuisible au pays, en ce qu'elle affaiblit les garanties de remboursement en or du billet. Pour dissiper cette idée fausse, il est bon, avant d'aller plus loin, de bien établir que la convertibilité du billet n'a rien à voir avec le Département Commercial de la Banque d'Angleterre, et que la *Réserve* constitue une simple encaisse de banque, uniquement destinée à solder les chèques des clients. L'erreur provient d'une confusion entre deux fonds bien distincts :

1° La réserve de caisse du Département Commercial, garantie des dépôts, et à laquelle le porteur de billets n'a aucun droit.

2° Le stock d'or du Département de l'Emission, garantie des billets, et que le créancier ordinaire de la Banque ne peut atteindre. — Ce qui a dû faire naître la confusion, c'est qu'on s'exprime toujours comme si la *Réserve* se composait d'or (1), alors qu'en réalité pres-

(1) La Réserve se compose presque uniquement de billets, et d'une petite quantité d'or, pour les appoints. On la considère comme étant composée d'or, parce que les billets sont représentés par leur poids d'or dans les caves du Département de l'Emission.

que tout le stock métallique de la Banque d'Angleterre est détenu par le Département de l'Emission. Il est évident que si des lingots sont enlevés pour l'exportation, ce stock diminue ; mais on n'aperçoit pas à première vue pourquoi cette sortie d'or se répercute sur l'encaisse du Département Commercial, sur la *Réserve*.

On a besoin pour le comprendre de se rendre compte des procédés employés pour retirer l'or de la Banque. Le moyen le plus ordinaire consiste à se rendre créancier d'un banquier de Londres, soit en lui remettant des effets, soit en lui vendant des titres, etc... ; à se faire payer par lui en billets de banque, et à convertir les billets en or au Département de l'Emission. L'or émane bien en fin de compte de ce Département, mais les billets qui permettent de l'obtenir sortent forcément de la Réserve du Département Commercial. En effet, les banquiers de Londres ne gardent qu'une faible encaisse et se reposent sur leur compte à la Banque pour satisfaire à toutes les demandes exceptionnelles. Lors donc qu'ils auront besoin d'une grosse liasse de billets, ils se la procureront en tirant un chèque sur la Banque, et la perte retombera en définitive sur la Réserve du Département Commercial.

Prenons, par exemple, le bilan du 7 septembre 1887, dans lequel la proportion de la Réserve aux engagements est à peu près normale.

DÉPARTEMENT DE L'ÉMISSION

Billets émis.	£. 34.787.015	Dette de l'Etat.	£. 11.015.100
		Autres valeurs.	» 4.734.900
		Or et lingots.	» 19.037.015
	£. 34.787.015		£. 34.787.015

DÉPARTEMENT COMMERCIAL

Capital. . . .	£. 14.553.000	Valeurs gar. par l'Etat.	14.042.742
Réserve. . . .	3.712.000	Portefeuille. . . .	19.171.812
Cte Ct du Trésor.	4.211.743	Réserve { Billets. .	10.074.675
Ctes particuliers.	21.315.670	Réserve { or et argent	1 302.873
Billets à 7 jours.	179.362		
	£ 44.592.102		£. 44.592.102

Supposons maintenant une exportation d'or de 2 millions sterling (F. 50 millions) pris sur les comptes-courants des banquiers. Pour rétablir leurs crédits, les banquiers redemandent leurs fonds aux courtiers de change et ceux-ci empruntent à la Banque pour pouvoir rembourser. Voyons ce qui va se produire et comment cette situation se traduira sur le bilan.

DÉPARTEMENT DE L'ÉMISSION

Billets émis.	£. 32, 8 millions.	Titres. .	£. 15, 8 millions.
		Or. . .	17
	£. 32, 8		32, 8

DÉPARTEMENT COMMERCIAL

Capital et réserves	£. 18,3 millions	Valeurs sur l'Etat	£. 14 millions.
Dépôts publics. .	4,2 »	Portefeuille. . .	21 »
» privés. .	21,9 »	Billets.	8,1 »
		Or.	1,3 »
£.	44,4 »	£	44,4 »

Il ressort des chiffres mêmes que la possibilité pour le Département Commercial de payer toutes ses dettes en numéraire a été réduite de 43 0/0 à 35 0/0, puisque l'encaisse a diminué sans une réduction proportionnelle des engagements. Au contraire, le Département de l'Emission n'a pas eu à souffrir du retrait ; il s'est borné à son rôle automatique donnant de l'or contre ses billets.

On voit donc que l'effet d'une exportation d'or est en dernière analyse de diminuer l'encaisse du Département Commercial et d'affaiblir les disponibilités de la Banque ; et c'est pour ce motif qu'on attache tant d'importance aux moindres mouvements du métal.

II

Si la Réserve était perdue, la nation tout entière ferait faillite. — toutes les dettes sont payables en or. — Les engagements des banquiers, à eux seuls, dépassent de beaucoup le stock métallique. — Le sort de tous les banquiers est lié à celui de la Réserve.

On comprend que le maintien d'une Réserve suffisante offre un intérêt vital aux créanciers et aux actionnaires de la Banque d'Angleterre, puisque la solvabilité en dépend ; mais il semble tout d'abord que cette question n'intéresse pas directement la généralité du monde des affaires.

En réalité, il n'y a pas en Angleterre un seul ban-

quier, un seul négociant dont la situation ne dépende pas de la solidité de la Banque, et l'on peut dire sans exagération que si la Réserve était perdue, ce « peuple » de boutiquiers n'aurait plus qu'à fermer ses devantures. Cela tient à ce qu'en Angleterre l'or est le seul métal ayant le pouvoir libératoire complet. Tout créancier pour une somme supérieure à 50 fr. a le droit d'exiger le paiement en or, ou, ce qui revient au même, en billets de la Banque d'Angleterre.

Dans les circonstances ordinaires, les paiements s'effectuent par chèques et chacun laisse dormir son droit. Mais il n'en est pas moins vrai que le fondement même de toutes les opérations commerciales repose sur la certitude du paiement en or.

Or la catégorie de dettes qui influe le plus fortement sur l'état du crédit, à savoir les dépôts de banque (sans même parler des engagements réciproques des négociants) dépassent de plusieurs milliards le montant total du stock d'or. Le journal l'*Economiste*, prenant pour base les bilans des sociétés de crédit publiés le 31 décembre 1890, estimait à environ £. 650 millions (16 milliards) les sommes tenues en dépôts et comptes-courants par les banques du Royaume-Uni. Par contre, la circulation de monnaie légale ne s'élève probablement pas au-dessus de £. 126 millions (3 milliards 150 millions), qui se décomposent ainsi :

Monnaie d'or et billets émis contre de l'or (*a*).	£. 110 millions (2 milliards 750 millions).
Billets de la Banque d'Angleterre émis contre des valeurs.	£. 16 millions (400 millions).

Sur cette somme de £. 126 millions, les deux tiers circulent entre les mains du public, et il n'y a guère plus de £. 50 à 60 millions (12 à 1500 millions) disponibles pour les affaires de banque.

Le Département Commercial de la Banque d'Angleterre en possède la part du lion et sa Réserve comprend toujours une moyenne de £. 13 millions (F. 325 millions) : le surplus est éparpillé dans les caisses de plusieurs centaines de banques du Royaume-Uni. Pour chaque livre sterling déposée à la Banque d'Angleterre, 9 schillings sont gardés en caisse et 11 sont placés. Dans les autres banques, c'est à peine si 2 schillings par livre sterling sont gardés en numéraire : on ne peut appeler cela une réserve.

Une réserve, c'est une somme mise de côté pour les besoins imprévus ; c'est un fonds extraordinaire pour des événements extraordinaires, au lieu que le numéraire conservé par les banquiers représente tout juste le fonds de roulement nécessaire aux transactions quotidiennes. La véritable réserve d'une banque provinciale se compose de titres faciles à réaliser (comme des rentes), de prêts toujours révocables aux maisons de commission de Londres, et du solde créditeur de son

(*a*) Les estimations varient de plus d'un milliard et demi.

compte-courant chez son correspondant de la métropole ou à la Banque d'Angleterre. Il en est de même du banquier de Londres, dont la réserve réelle est représentée, non par le numéraire serré dans son coffre-fort, mais par l'argent prêté sur la place, par un paquet de titres et surtout par le compte-courant créditeur à la Banque.

Aussi longtemps que le réservoir central ne tarit pas, toutes ces sortes de réserves valent du numéraire et offrent même certains avantages sur des billets ou des pièces d'or. Mais, ne l'oublions pas, les banques n'ont pas de numéraire, de telle sorte qu'après avoir reçu des sommes énormes avec promesse de les rembourser en or ou en billets, elles ne possèdent en réalité ni or ni billets, et sont obligées, pour se les procurer, de s'adresser à la Banque d'Angleterre. C'est d'elle que dépend directement ou indirectement l'existence de tous les banquiers, car, pas un seul ne pourrait avec ses propres ressources faire face à des retraits un peu considérables. En quelque lieu que l'argent soit demandé, pour quelque cause que ce soit, il sera fourni par la Réserve de caisse de la Banque d'Angleterre.

Si dans le Nord l'industrie est prospère, et que les salaires en hausse exigent plus d'argent ; si une banque du Sud redoute une panique et a besoin de renforcer son encaisse, il faudra s'adresser aux banquiers de Londres ; mais ceux-ci n'ont en caisse que l'argent indispensable à leurs propres affaires. Pour satisfaire une

demande exceptionnelle, que font-ils ? Ils détachent un chèque de leur carnet et le font encaisser à la Banque d'Angleterre.

En Amérique, tout banquier recevant des dépôts est forcé par la loi d'en conserver le quart en numéraire. En Angleterre, la législation est muette, et le banquier, qui ne peut émettre un seul billet au delà du chiffre autorisé par la loi de 1844, peut faire de ses dépôts l'usage qu'il lui plaît. L'émission totale autorisée et contrôlée des banques du Royaume-Uni (la Banque d'Angleterre non comprise) ne dépasse pas £. 14 millions (350 millions), tandis que les autres engagements, dépôts et comptes-courants, atteignent sans contrôle le chiffre formidable de £. 650 millions (15 milliards).

La totalité de cette énorme dette est payable à vue et en or: les banquiers, convaincus qu'une très minime portion leur sera demandée à la fois, ont placé 90 % des fonds ainsi obtenus, en effets de commerce, en titres, avances, etc., et le seul réservoir profond de numéraire se trouve à la Banque d'Angleterre.

Les 325 ou 350 millions de francs en billets et en or, dont se compose l'encaisse du Département Commercial, constituent donc la suprême réserve du pays tout entier, et si elle venait à disparaître, ni les banquiers qui dépendent d'elle, ni les négociants qui dépendent des banquiers, ne pourraient tenir leurs engagements. En un mot, la Réserve du Département Commercial de

la Banque est la base du crédit de l'Angleterre elle-même (1).

III

Comment la Banque d'Angleterre comprend sa responsabilité. — En cas de danger, l'Etat viendrait au secours de la Banque.

La Banque d'Angleterre, tout en admettant que son rôle diffère de celui des autres banques, et qu'il y aurait imprudence de sa part à laisser tomber la Réserve au-dessous d'un certain minimum, soutient cependant qu'elle a le droit de calculer cette limite d'après le caractère et l'importance de ses seuls engagements, sans avoir à s'inquiéter de ceux des banquiers. Jamais, en un mot, la Banque n'a expressément reconnu son obligation de conserver la réserve de numéraire de la nation. Mais, malgré son silence, elle sent fort bien la responsabilité qui pèse sur elle, et l'énergie avec laquelle elle défend son encaisse contre les drainages étrangers, au risque quelquefois de n'être pas suivie par le marché, prouve qu'elle accepte tacitement les devoirs de sa situation.

La tâche de la Banque est, du reste, peu agréable. Il y a conflit d'intérêts entre les actionnaires qui vou-

(1) Tout ce paragraphe peut s'appliquer trait pour trait à la Banque de France.

draient réduire à un minimum le capital oisif sur lequel ils ne gagnent rien, et le public, qui soutient que la Banque, ne payant pas d'intérêts sur ses dépôts, pourrait consacrer à la réserve des sommes plus considérables. Sur le papier, cet arrangement, ou plutôt ce défaut d'arrangement paraît fort peu satisfaisant. En pratique, la machine marche à merveille, et le monde des affaires se repose avec une entière confiance sur la Direction prudente, qui veille à la garde de l'encaisse nationale.

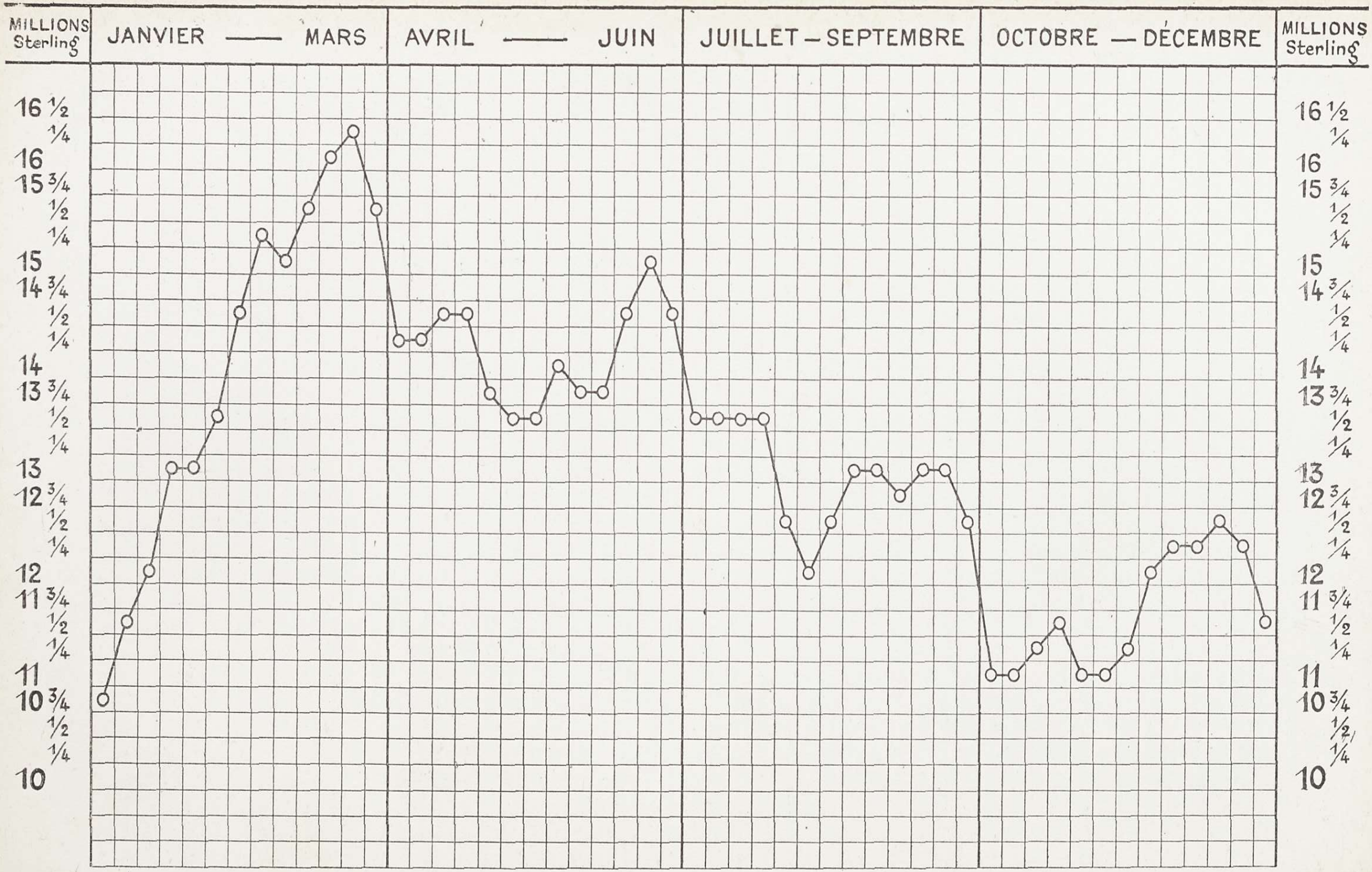
On a souvent conseillé aux banquiers du Clearing-House de Londres de constituer une caisse syndicale à laquelle ils confieraient leurs réserves, de nommer un Conseil de Direction pour les administrer, et de se partager les bénéfices dont profite aujourd'hui la Banque. Cette idée n'a jamais eu le don de séduire les banquiers, qui aiment beaucoup mieux laisser les choses comme elles sont. Ils savent d'abord que leur argent est en sécurité absolue à la Banque, et que le sentiment de sa responsabilité joint à la peur des critiques l'empêcheront toujours de rogner par trop sur la Réserve. Ensuite les banquiers savent que si jamais la Banque était en péril, l'Etat interviendrait pour la sauver. Ils savent (et c'est là ce qui les touche surtout) que, s'il survient une crise, non seulement l'Etat viendra au secours de la Banque, mais la Banque elle-même viendra, s'il le faut, à leur secours, tandis que s'ils gardaient eux-mêmes leurs réserves, ils ne pour-

raient compter sur l'assistance de personne (1).

L'Etat, en effet, ne pourrait faire autrement que de sauver la Banque. La suspension de ses paiements jetterait un désarroi complet dans les finances de l'Etat, dont elle est le rouage central. De plus, la Banque d'Angleterre est l'incarnation du crédit national, et pas un ministère n'oserait envisager les conséquences d'un désastre plus funeste peut-être qu'une guerre civile. Enfin le passé répond du présent. Depuis 1844, la Banque a été trois fois sur le point de fermer ses guichets, et trois fois l'Etat est intervenu pour empêcher la catastrophe. Les banquiers en concluent que, si terribles que puissent être les orages futurs, la Banque d'Angleterre en sortira saine et sauve. En lui faisant cadeau de leurs disponibilités, quand le temps est calme, ils entendent se créer un droit à ses bons offices, au jour du danger.

(1) La Banque d'Angleterre est venue pour la première fois directement au secours de la place par son avance de 187 millions à la liquidation Baring. On peut rappeler avec quelque fierté que, dans cette circonstance, M. Goschen n'a fait qu'imiter le précédent si heureusement créé en France par M. Rouvier, lors de la chute du Comptoir d'Escompte (1888).

GRAPHIQUE N° 6.



L'ENCAISSE DE LA BANQUE D'ANGLETERRE (DÉPARTEMENT COMMERCIAL).

Fluctuations hebdomadaires, moyenne de 10 ans (1881-1890).

CHAPITRE NEUVIÈME.

LA RÉSERVE DU DÉPARTEMENT COMMERCIAL (*suite*).

I

La Réserve moyenne, et ses fluctuations normales. — Proportion de la Réserve aux engagements. — Explication des retraits pour l'Ecosse en mai et novembre.

Pendant la période décennale 1881-1890, l'encaisse moyenne de la Banque d'Angleterre a été de 325 millions de francs, avec des fluctuations considérables, depuis 230 millions jusqu'à 475 millions. Le graphique montre une forte augmentation pendant le trimestre de mars, suivie d'une baisse intermittente qui continue jusqu'à la fin de l'année. Mais on doit se garder de conclure de cette baisse progressive que la situation de la Banque s'est affaiblie, et pour juger sainement, il convient toujours de comparer la Réserve aux engagements (1).

(1) Il faut aussi se rappeler que, de nombreux dépôts ayant un caractère permanent, la Réserve est toujours plus forte qu'elle ne paraît.

En comparant la Réserve aux engagements, nous voyons que la proportion s'abaisse rarement au-dessous de 30 0[0, et ne s'élève jamais au-dessus de 50 0[0 ; la moyenne est de 43 0[0.

Les influences qui agissent sur la Réserve sont nationales ou étrangères : les demandes de numéraire ont toujours pour cause ou bien l'expansion de la circulation intérieure, ou bien l'action des changes étrangers.

Toutes les fois qu'en un point quelconque de l'Angleterre un besoin extraordinaire de souverains ou de billets se fait sentir, nous avons vu qu'il faut recourir au seul réservoir de numéraire disponible, c'est-à-dire à l'encaisse de la Banque. L'usage de l'or est de payer les salaires, les dépenses ordinaires de la vie, les billets de chemins de fer, etc.

Les billets de banque remplacent l'or :

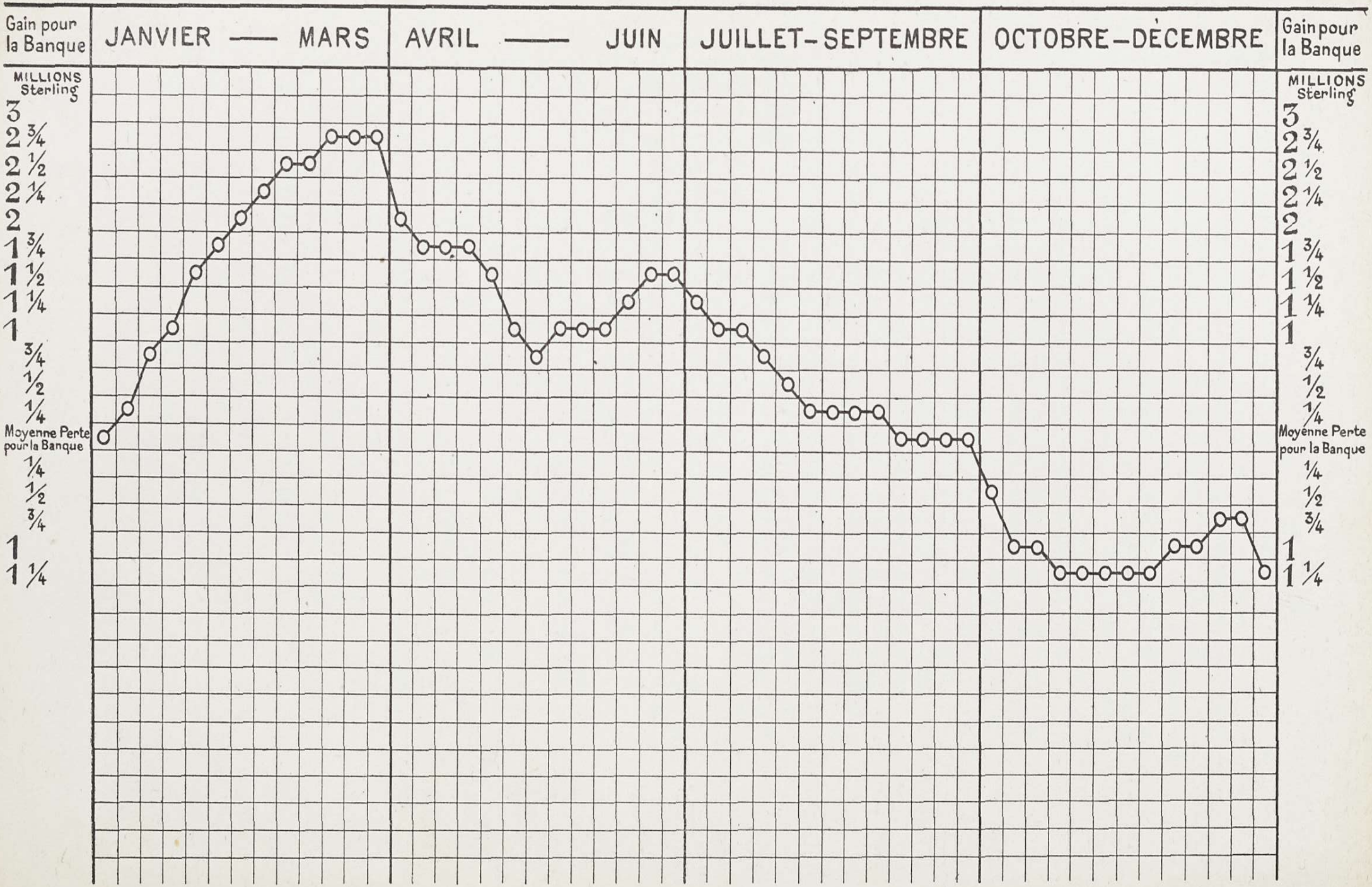
1° Pour les grosses sommes (par exemple, le fonds de roulement d'un banquier) ;

2° Pour les paiements de cinq livres et au-dessus, à ceux qui n'ont pas de compte de banque ;

3° Enfin, d'une manière générale, dans tous les cas où un chèque ne serait pas accepté.

L'expansion de la circulation intérieure peut devenir importante dans deux cas : 1° en temps de prospérité commerciale et industrielle, lorsque les salaires montent et qu'on emploie plus d'ouvriers ; 2° en temps de crise, lorsque les banquiers renforcent leur encaisse. Dans le premier cas, c'est de l'or qu'on prend à la Banque ;

GRAPHIQUE N° 7.



MOUVEMENTS DE LA CIRCULATION D'OR EN ANGLETERRE.

Moyenne de 10 ans (1881-1890).

dans le second cas, ce sont des billets. Mais pour la Réserve le résultat est le même, et la Banque ne peut qu'élever le taux de son escompte, dans l'espoir d'attirer des renforts métalliques de l'étranger. Aussi l'on constate toujours que les périodes d'activité commerciale correspondent à un taux d'intérêt dépassant la moyenne, et tout le monde connaît les prix des années de crise.

Les mouvements de la circulation fiduciaire sont déjà connus. (Graphique n° 2.)

Le tableau en regard indique les mouvements de la circulation métallique intérieure, ou plus exactement de l'or, qui entre et qui sort de la Réserve du Département Commercial pour les besoins normaux du pays.

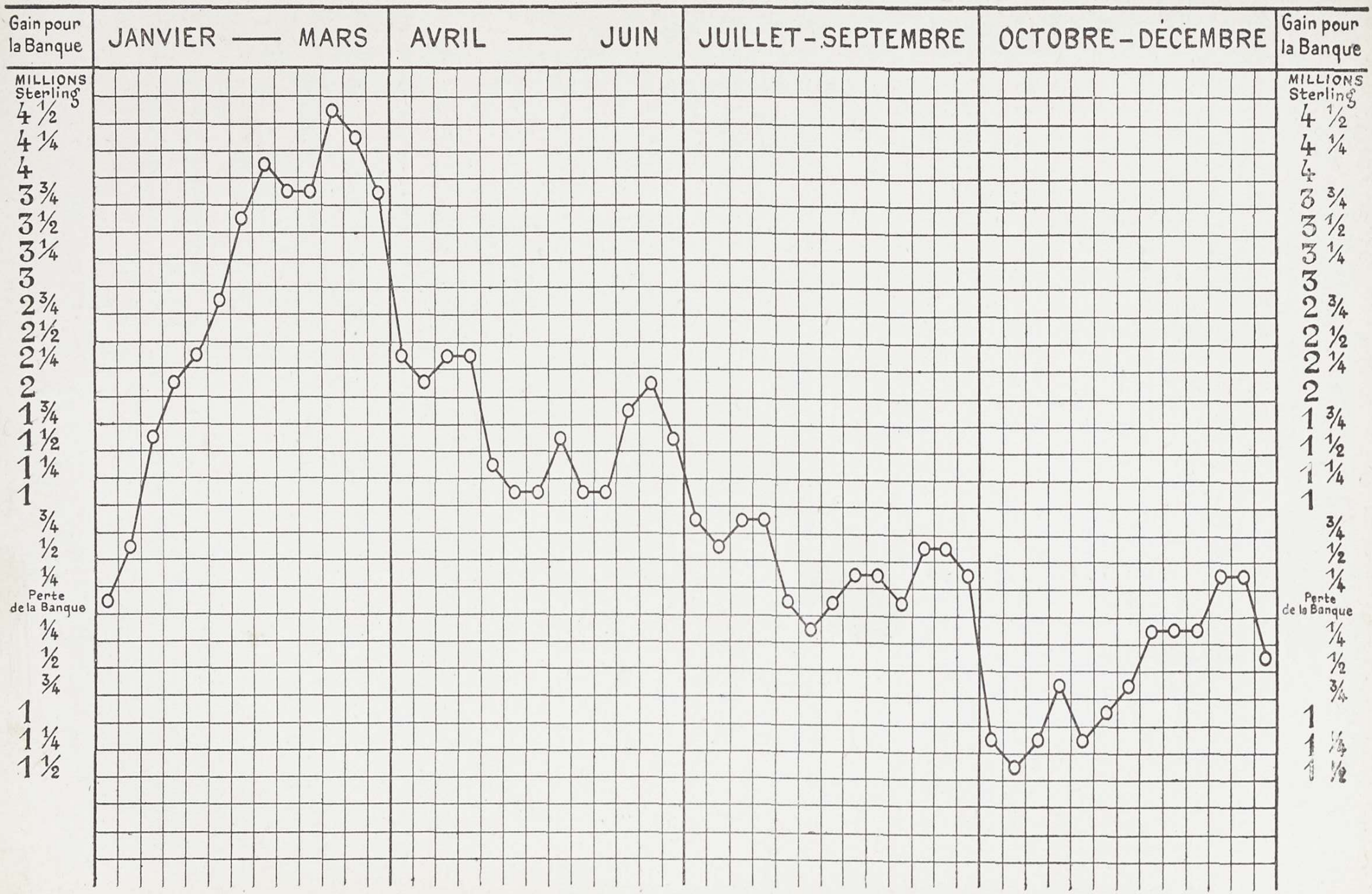
Le trait principal en est (comme pour la Réserve en général) une élévation sensible pendant le trimestre de mars : c'est l'effet de la perception des impôts qui amène 3 millions de souverains dans les coffres de la Banque.

On a pu remarquer, en étudiant le tableau des oscillations de la Réserve, qu'une baisse d'un million sterling se produit aux mois de mai et de novembre ; cette même perte temporaire se retrouve ici sous une forme plus caractérisée, et l'on peut en conclure qu'on se trouve en présence d'un phénomène d'ordre intérieur se renouvelant à des intervalles réguliers. L'explication en est simple. D'après la législation de 1844, les banques d'Ecosse ne peuvent émettre qu'un chiffre déterminé de billets et doivent posséder en or la contre-partie de tout billet dépassant cette limite. Or, d'après les usages

écossais, tous les paiements semestriels (les loyers, les intérêts des obligations hypothécaires, les gages des domestiques de ferme, etc.) sont à échéance de mai et de novembre ; il en résulte à ce moment une demande générale de billets, et de la part des Banques d'Ecosse, un excédent de circulation qui doit être couvert en or. On retire alors des souverains de la succursale la plus voisine de la Banque d'Angleterre, et on les garde jusqu'à ce que la circulation ait repris son niveau ordinaire. En général, l'or revient d'Ecosse au bout de six à huit semaines, et souvent les caisses sont rendues sans même avoir été ouvertes.

En combinant la circulation de l'or et celle des billets de banque, nous obtenons le tableau des fluctuations totales du numéraire. (Voir le graphique en regard.) Il suffit maintenant de jeter un coup d'œil sur le tracé de la Réserve (graphique n° 6), pour constater que ses oscillations correspondent au flux et reflux de la circulation. L'augmentation de l'encaisse pendant le premier trimestre s'explique par la rentrée des impôts ; la baisse de mai et novembre, par les retraits d'or pour l'Ecosse; celle d'août, par les dépenses de vacances ; enfin celle d'octobre, par l'échéance des gages, des loyers et des dividendes.

Et maintenant il est intéressant de se demander quelle sera l'influence de ces fluctuations normales de la Réserve sur le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre. La réponse est facile. Cette influence est à

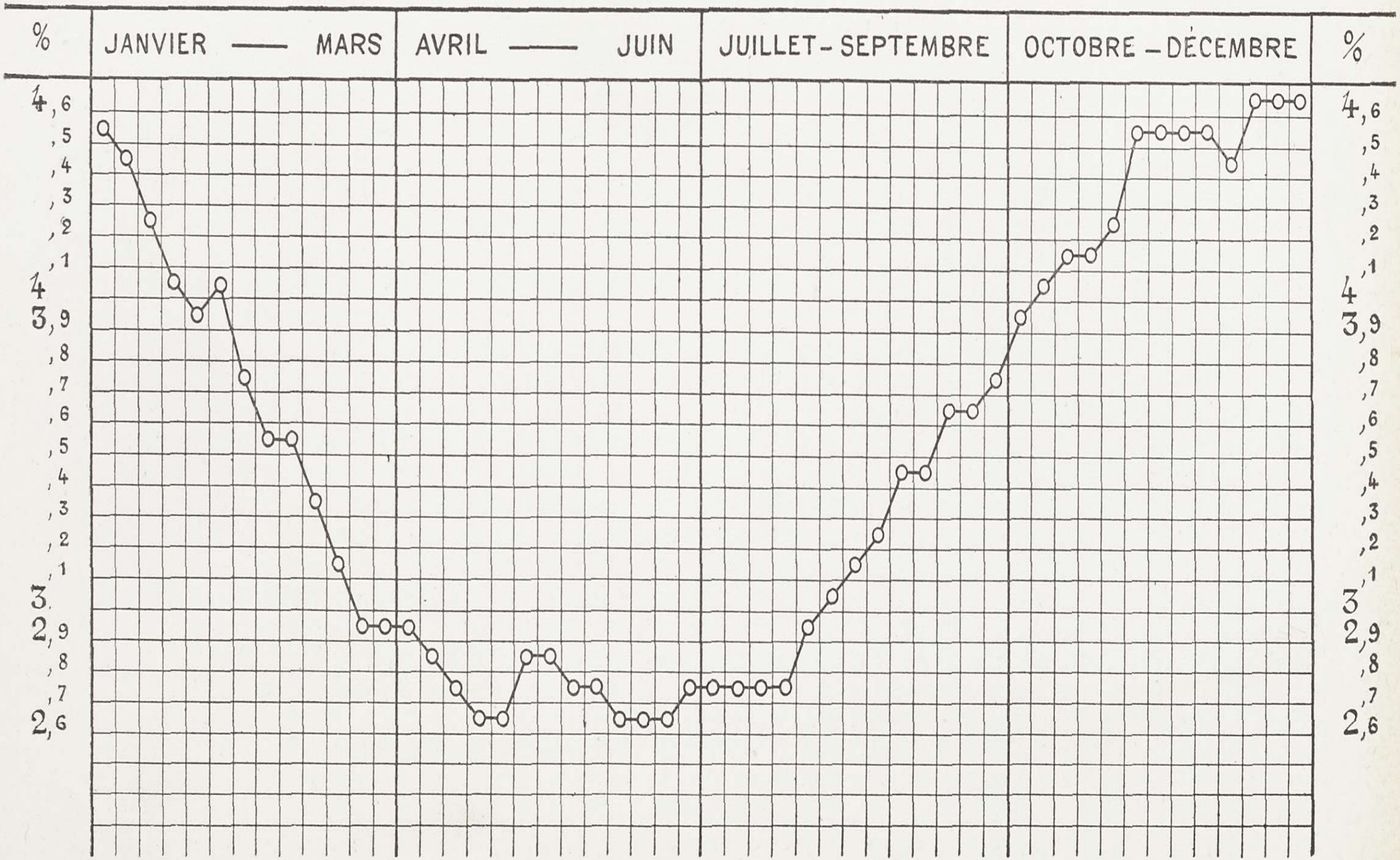


MOUVEMENTS DE LA CIRCULATION TOTALE EN ANGLETERRE.

Or et billets de la Banque d'Angleterre, moyenne de 10 ans (1881-1890).

GRAPHIQUE N° 8.

GRAPHIQUE N° 9.



TAUX D'ESCOMPTE DE LA BANQUE.

Fluctuations hebdomadaires, moyenne de 10 ans (1881-1890).

peu près nulle, et il ne saurait en être autrement. Les mouvements réguliers de la circulation sont si bien connus, et prévus avec une telle certitude, qu'ils perdent toute importance. Les directeurs savent, par exemple, qu'à telle époque l'Ecosse demandera de l'or : ils prennent leurs mesures en conséquence. De son côté, le marché ne s'émeut pas ; car il sait que le métal ne sort pas d'Angleterre et qu'il sera bientôt de retour. On peut donc poser en principe que les mouvements ordinaires de la circulation, étant prévus et parés d'avance, n'affectent pas le taux de l'escompte. Mais il ne faut pas oublier que si une demande d'or pour l'étranger vient à coïncider avec des retraits pour l'intérieur, son effet en sera décuplé, et dans cet ordre d'idées, on peut rappeler la panique de 1857 survenant au milieu de novembre ; ou celle de 1866, vers le milieu de mai, c'est-à-dire juste au moment où la Réserve se trouvait affaiblie par les retraits des banques écossaises.

II

Une demande exceptionnelle de numéraire peut causer une panique. — Le grand défaut de la loi de 1844. — Qu'est-ce que le crédit ? — Qu'arrive-t-il si le crédit cesse ? — La crise. — Le remède.

Si le flux et le reflux normal de la circulation métallique et les oscillation de la Réserve qui en sont la conséquence, sont des phénomènes trop bien prévus et calculés

pour donner matière à inquiétude et appeler des mesures spéciales, il n'en est pas de même des demandes extraordinaires de numéraire. Lorsque le crédit est bon, le pays n'emploie que juste la quantité de monnaie nécessaire à ses besoins, et c'est un fait d'expérience que l'or et les billets retirés de Londres pour un usage momentané y retournent aussitôt leur fonction passagère accomplie. Mais si le crédit est ébranlé, on ne peut plus prévoir ni la quantité de numéraire que le pays peut soudainement demander, ni le temps pendant lequel il en aura besoin. Si la demande est trop considérable, il y aura panique, parce que la Banque d'Angleterre est mal organisée pour supporter un choc imprévu, et que la Réserve peut disparaître avant que les mesures prises pour la protéger aient produit leur effet. En tout cas, on sera sûr de voir une forte hausse du taux de l'escompte, car la Banque n'hésite pas devant les mesures vigoureuses pour défendre son encaisse et gagner du temps jusqu'à l'arrivée de l'or étranger.

On se souvient que la loi fondamentale de 1844 assigne une limite atteignant en janvier 1892 £. 16,450,000 (F. 411 millions) à l'émission des billets gagés sur des valeurs, et dispose que tout billet émis en surplus doit avoir sa contre-partie en or dans les caves du Département de l'Emission. Le stock total d'or étant estimé à F. 2 milliards 750 millions, il s'en suit que la provision de monnaie légale s'élève en tout à F. 3 milliards 150 millions.

Tous les ressorts de la vie anglaise doivent marcher avec cette somme, et en temps ordinaire elle suffit en fait à tous les besoins. Cependant, sur un point d'une importance capitale, la loi de 1844 est en défaut : elle n'a pas prévu le cas d'une expansion soudaine de la circulation. On peut au moyen d'importations d'or faire face à un développement graduel de la circulation, mais le législateur n'a évidemment pas envisagé l'hypothèse d'une demande violente et imprévue.

Lorsque le crédit est bon, le stock de numéraire suffit, parce que les chèques le suppléent dans une mesure presque incroyable. Mais crédit signifie foi : foi en la solvabilité de celui qui promet de payer, ou, en d'autres termes, dans la provision que le tireur du chèque doit avoir chez son banquier. S'il arrive des événements de nature à ébranler cette confiance, l'efficacité des instruments de crédit sera immédiatement atteinte ; les chèques ne seront plus acceptés aussi couramment que par le passé, et l'on en reviendra pour un temps au système plus primitif de paiement en billets de banque.

La faillite de quelque grande maison, par exemple, ou de quelque banque célèbre, peut tout à coup inspirer aux négociants des doutes sur la solvabilité de leurs voisins ; chacun se demande qui est pris dans la faillite et si tel ou tel est encore sûr. Jusqu'à ce que les doutes puissent être résolus, on décide d'éviter autant que possible le risque d'un chèque, et si l'on est forcé d'en

accepter un, on l'envoie sans retard à l'encaissement. Les banquiers, s'apercevant qu'un grand nombre des chèques qui se réglaient d'ordinaire au Clearing house, arrivent directement à leurs caisses, renforcent largement leurs réserves aux dépens de l'encaisse de la Banque d'Angleterre.

Les retraits limités à la place de Londres constituent déjà une épreuve sévère pour la Réserve ; mais le danger devient terrible si, comme en 1866, les banques provinciales, prises de peur à leur tour, et redoutant un assaut de leurs déposants, télégraphient à Londres pour avoir des billets.

L'effet le plus frappant peut-être d'un ébranlement du crédit est la rareté soudaine de l'argent sur le marché libre. Les banquiers sont par nature toujours enclins à la défiance ; mais ils deviennent alors extraordinairement soupçonneux, et regardent de travers quiconque vient leur demander de l'argent, même dans un but sainement commercial. Tant qu'ils sont dans l'incertitude sur ce qui va arriver, ils tiennent avant tout à ménager leurs ressources : en conséquence, ils diminuent ou même arrêtent complètement leurs avances et leur escompte, et laissent leurs clients s'en tirer comme ils peuvent. En même temps ils font rentrer les fonds déposés par eux dans les maisons de commission, et comme celles-ci ne peuvent les satisfaire qu'en empruntant elles-mêmes, l'assaut de la Banque d'Angleterre commence.

Il n'y a plus qu'un endroit où l'on puisse trouver de l'argent, c'est à la Banque, et tous ceux qui ont des engagements à remplir courent à ses guichets et demandent en général des sommes plus fortes qu'il ne leur est nécessaire, craignant de ne pouvoir plus les obtenir le jour où ils en auraient besoin. Dans des circonstances semblables, la Banque prête avec une générosité presque incroyable. Pendant la crise de 1866, elle a avancé en un seul jour plus de 100 millions de francs, et les prêts de la semaine ont dépassé le chiffre de 250 millions de francs, et cela malgré un intérêt minimum de 10 0[0.

Un taux d'intérêt très élevé n'arrête que fort peu de demandes, et cela se comprend. Voilà un négociant qui a des acceptations à échéance du lendemain ; il lui faut de l'argent à tout prix, quand même il devrait payer 100 0[0.

Toutes les paniques ont été accompagnées de ces énormes emprunts à des prix de famine qui augmentent les bénéfices de la Banque, mais au prix de sa sécurité (1). En effet, la plus grande partie des sommes prêtées est emportée en numéraire (2) : la Réserve diminue rapidement et le moment de la crise approche.

(1) Le dividende de l'année 1866 a été de 11 3/4 0/0, le plus élevé depuis 1806. La moyenne est de 9 5/8 0/0.

(2) Sur les 10 millions sterling avancés par la Banque en 1866, la moitié fut emportée en numéraire : le surplus alla grossir les comptes-courants, sans atteindre l'encaisse.

Cet assaut de la Banque d'Angleterre n'a rien de commun avec le *run* qui menace les autres banquiers : on voit en effet ses comptes-courants augmenter au lieu de diminuer, et si tout le monde lui demande de l'argent, ce n'est pas qu'on se défie d'elle, mais qu'on n'a plus confiance en personne autre.

Puisque la diminution de l'encaisse a pour cause, non les retraits des déposants, mais les avances nouvelles consenties par la Banque, on pourrait croire que si la Banque refusait de prêter, elle maintiendrait son encaisse et éviterait la panique. Ce serait une erreur : la Banque n'a pas le choix : elle est forcée de prêter. Si elle refusait, les maisons de commission et de courtage, qui forment le gros des emprunteurs, ne pourraient pas rembourser les banquiers : ceux-ci, menacés par les retraits de leurs déposants, seraient forcés de retirer leur compte-courant, et cette mesure aurait pour effet immédiat de faire sombrer la Banque d'Angleterre.

Lorsqu'on apprend dans la Cité que la Réserve est presque absorbée, et que faute d'argent la Banque ne pourra bientôt plus prêter, lorsque les négociants se rendent compte qu'à moins de se procurer des fonds, ils seront ruinés demain, et lorsque les banquiers, dans une agonie de terreur, regardent leur montre avec angoisse pour voir si l'heure de fermer n'est pas arrivée, alors la panique est à son comble, et l'anxiété universelle atteint son apogée dans quelques heures

de souffrance morale dont on garde longtemps le souvenir. C'est la crise.

Il n'y a qu'un remède, et il est évident : c'est la suspension du *Bank Act*. Du moment qu'il faut des billets pour garnir à nouveau la Réserve épuisée, que ces billets ne peuvent être légalement créés que contre un équivalent d'or et qu'il est impossible de se procurer cet or en quelques heures, il n'y a plus qu'à violer la lettre de la loi pour respecter son esprit. L'esprit de la loi est que l'émission doit être adaptée aux besoins du pays ; si ces besoins augmentent tout à coup, la limite antérieurement fixée n'a plus de raison d'être.

Les directeurs de la Banque soumettent donc le cas au gouvernement, et les ministres, bien que ne possédant pas plus qu'aucune autre personne le pouvoir d'enfreindre une loi votée par les Chambres, se font fort d'obtenir du Parlement un bill d'indemnité pour le cas où la violation de la loi deviendrait nécessaire.

Mais puisque ce remède sera toujours et inévitablement employé, et qu'au fond tout le monde le sait très bien, on peut se demander pourquoi il y a une crise et pourquoi le marché perd son sang-froid.

D'abord on ne peut rester calme lorsqu'on se voit en danger immédiat de suspendre ses paiements ; ensuite on ne sait jamais très bien ce qui peut se passer avant qu'on se soit décidé à cette mesure extrême qui consiste à transgresser la loi. Les directeurs peuvent

ne pas agir à temps : les bureaux du ministère peuvent mettre des bâtons dans les roues : peut-être la Réserve succombera avant qu'on ne lui ait porté secours : tout le mal vient de cette marge d'incertitude. On a même assuré, lors de la dernière crise, que s'il était à la connaissance du marché que les directeurs de la Banque peuvent, sans autorisation préalable, et sauf à le faire ratifier ensuite par le Parlement, dépasser l'émission légale, personne ne s'inquiéterait, et tout se passerait le plus tranquillement du monde.

III

Les crises de 1857 et de 1866. — Les suites d'une crise.

Depuis la mise en vigueur de la loi de 1844, il y a eu trois crises, en 1847, en 1857, et en 1866. Chaque fois la Banque d'Angleterre a obtenu, sur sa demande, la lettre ministérielle l'autorisant à augmenter son émission gagée sur des titres. En 1857, la Banque fit aussitôt usage de l'autorisation, mais ni en 1847, ni en 1866, elle n'eut besoin de s'en servir. La panique avait cessé dès que le public avait appris que la barrière limitant l'émission était supprimée.

La crise de 1857 fut le résultat d'une demande d'or pour l'Ecosse, où la faillite de deux grandes banques avait amené un assaut sur les autres. Malheureuse-

ment les retraits coïncidèrent avec un affaiblissement extraordinaire de la Réserve qu'on avait laissé tomber à £. 2 millions 3|4 (environ 68 millions de francs), alors que la moyenne des cinq années précédentes avait été de £. 8 millions 1|2 (212 millions de fr.). Le soir du 11 novembre, il ne restait plus que £. 1,462,000 (Fr. 36,550,000) et le lendemain soir, seulement £. 581,000 (Fr. 14,525,000). Les directeurs appelèrent à leur secours le gouvernement, et à minuit ils reçurent une lettre signée par le premier lord de la trésorerie et par le Chancelier de l'Echiquier, portant que, s'il était impossible de satisfaire les demandes régulières d'escomptes et d'avances sans dépasser les limites imposées à la circulation fiduciaire par la loi de 1844, le gouvernement prendrait l'initiative de soumettre au Parlement un bill d'indemnité. En 24 heures la Réserve avait disparu et la loi avait été violée.

La lettre ministérielle ayant eu pour effet de supprimer la barrière imposée par la loi à la circulation fiduciaire, dont le montant autorisé était à cette époque de £. 14,475,000 (1), la Banque d'Angleterre n'avait qu'à transférer une partie de ses valeurs garanties par l'État, du Département Commercial au Département de l'Emission, émettre des billets en représentation de ces valeurs, et passer à la Réserve les billets ainsi obtenus.

(1) Contre £. 16.450 000 aujourd'hui. On verra que dans le bilan reproduit plus bas l'émission sur titres est de 16.475.000.

Le bilan du 18 novembre 1857 est intéressant parce qu'il est le seul qui montre une violation de la loi. Bien que la Banque ait, par mesure de précaution, conservé pendant quelque temps encore un excès de circulation de 2 millions sterling, dès la semaine suivante l'encaisse régulière était remontée à 2 millions 1/2 et le Département Commercial aurait pu annuler l'emprunt fait au Département de l'Emission.

Voici ce bilan :

DÉPARTEMENT DE L'ÉMISSION

Billets émis.	£. 22.554.595	Dette de l'État.	£. 11.015.100
N. B. Sur lesquels deux millions émis en vertu de l'autorisation donnée par le 1er lord de la trésorerie et le chancelier de l'échiquier.		Autres valeurs.	£. 5.459.900
		Or et lingot.	£. 6.079.595
		£.	22.554 595

DÉPARTEMENT COMMERCIAL

Capital.	£. 14.553.000	Valeurs sur l'État.	£. 6 407.134
Réserves.	3.433.500	Portefeuille.	30.299.270
Dépôts publics.	5.483.881	En caisse { Billets.	1.148.185
Dépôts privés.	13.959.165	En caisse { Or et argent.	404.501
Engagement à 7 jours.	829.544		
£.	38.259.090	£.	38.289.090

Dès qu'on eut appris que la limitation du chiffre de l'émission avait été suspendue, l'amélioration se fit. Les banquiers, libéralement fournis d'argent par la Banque,

purent venir au secours de leurs clients, et reprirent leur escompte : la crise de 1857 était finie.

Il est essentiel de remarquer que la suspension temporaire du *Bank Act* n'a rien changé au principe de la convertibilité du billet et que pas un seul instant le Département de l'Emission n'a vu cesser son obligation de rembourser ses billets à vue et en or. Du reste, au moment où le Département Commercial voyait son encaisse épuisée, il restait encore près de 200 millions de francs en or au Département de l'Emission.

La panique de 1866, dont beaucoup d'habitants de la Cité se souviennent encore, fut précipitée, sinon causée, par la chute retentissante d'Overend Gurney et Cie, puissants banquiers dont le nom était presque aussi connu en Angleterre et même en Europe que celui de la Banque d'Angleterre elle-même. On disait — riche comme Gurney — pour signifier une richesse fabuleuse, et la nouvelle de la faillite amena une consternation universelle. Les banquiers de la province, redoutant l'impression produite par ce désastre sur l'esprit de leurs déposants, télégraphièrent immédiatement à leurs correspondants de Londres pour avoir des billets ou prirent eux-mêmes le premier express pour aller les chercher. Leurs craintes n'étaient d'ailleurs que trop justifiées, et bien des banques furent mises en péril par les retraits qu'elles eurent à supporter. Par une véritable malechance, la Réserve était de nouveau extraordinairement basse : il y avait eu

des difficultés entre l'Autriche et l'Italie, et on avait exporté de l'or dans ce dernier pays. Les retraits ordinaires pour l'Ecosse étaient venus s'y joindre, si bien que, le 9 mai 1866, l'encaisse se trouvait réduite à 145 millions de francs, alors que la moyenne des cinq années précédentes avait toujours dépassé 200 millions. Le 11 mai, jour de la faillite, le « Vendredi noir », comme on l'a appelé, soixante-dix millions en billets de banque furent retirés. A la fermeture des guichets, il n'y avait plus dans la caisse que 75 millions, somme qui, d'après toutes les prévisions, devait être absorbée dans la matinée du lendemain. Il fallait aviser sans retard. Le soir même, une lettre signée par Lord Russell, premier ministre, et M. Gladstone, Chancelier de l'Echiquier, autorisait les directeurs à franchir les bornes légales de l'émission, si les besoins légitimes du commerce rendaient cette mesure nécessaire, à la condition toutefois de ne consentir aucun prêt et de n'escompter aucune traite au-dessous d'un taux minimum de 10 %.

Toute crainte d'effondrement immédiat était désormais dissipée ; mais l'émotion avait été si vive, qu'il fallut longtemps au pays pour s'en remettre. L'escompte resta à 10 % jusqu'au milieu d'août, et la circulation avait à peine repris son cours normal à la fin de l'année. Voilà le résumé des bilans de la Banque pendant cette période. (Les chiffres sont exprimés en millions de francs.)

1866	CIRCULATION.	COMPTES-COURANTS.	PORTEFEUILLE	ENCAISSE.
9 mai	557,5	337,5	520	145.250.000
16 »	465	465	772,5	30.000 000
23 »	470	470	775	35 000.000
30 »	512,5	512,5	835	21.500 000
6 juin	505	505	795	70.300.000

Les événements de 1866 ont donné une leçon qui a porté ses fruits (1). On a compris qu'une réserve forte est le palladium qui défend contre les paniques. On a peu à peu fortifié l'encaisse qui a passé de huit à douze millions sterling, et qui, pour la période décennale 1881-1890, a été en moyenne de £. 13 millions (325 millions).

Une faillite du crédit amène à sa suite une période de stagnation commerciale et d'argent à bon marché. Comme on se défie les uns des autres, les crédits accordés sont moindres et les affaires plus rares : l'argent se tient sur la défensive. Par suite on crée moins d'effets, et les meilleurs sont seuls acceptés par les banquiers, qui, dans de pareils moments, goûtent peu ce genre de placement. Bientôt l'argent devient plus abondant que les emplois, et son prix diminue.

Après le désastre de 1866, l'escompte de la Banque

(1) On ne doit pas oublier cependant qu'en 1890, lors des événements Baring, il y aurait probablement eu crise et suspension du Bank Act, si la Banque d'Angleterre n'avait pas obtenu de la Banque de France un prêt de 75 millions en or, qui lui a permis d'augmenter d'autant sa circulation.

d'Angleterre s'abaissa d'un mouvement lent mais continu de 10 % à 2 %, et resta à ce taux pendant 16 mois. Les alertes plus légères de 1875 et 1878 ont été également suivies d'une baisse du prix des capitaux, et l'on peut constater que pendant la période de vingt années, 1869-1888, les années 1876 et 1879 donnent une moyenne exceptionnellement basse, en même temps que le point minimum depuis 1844 a été atteint en 1868. (V. graphique n° 1.)

IV

Les assauts que les pays étrangers font subir à la Réserve de la Banque d'Angleterre. — La clef des variations du taux de l'escompte.

Si le taux de l'escompte de la Banque d'Angleterre n'était soumis qu'à l'unique influence des mouvements de la circulation intérieure, il serait à peu près stable, et ne varierait que dans des circonstances rares et exceptionnelles.

Mais la Réserve de caisse du Département Commercial joue un double rôle : elle est à la fois la suprême ressource métallique du Royaume-Uni, et le réservoir d'or, où toutes les nations de l'Europe trouvent le plus commode de venir puiser : elle est donc tout particulièrement exposée au drainage étranger.

Toutes les fois qu'un pays quelconque a besoin d'or,

que ce soit pour renforcer ses réserves de banque, pour battre monnaie, pour gager une émission fiduciaire, ou pour tout autre motif, il peut se le procurer par une voie aussi simple que rapide, et qui consiste à acheter des traites sur Londres, à les y faire escompter, à en encaisser le montant en billets de Banque, et à présenter les billets au Département de l'Emission.

Les Banques de France, d'Allemagne, et d'autres pays encore, ont bien accumulé des monceaux d'or, mais elles ne consentent pas à perdre de bonne grâce ce qui leur a coûté tant de peines à conquérir, et elles mettent tant d'obstacles à l'exportation, qu'elles réussissent souvent à l'écarter. Il n'en est pas de même en Angleterre : l'or est sans empêchement ni obstacle à la disposition du monde entier. Tous les jours le Bulletin financier fait savoir que telle quantité d'or a été enlevée à la Banque pour New-York, pour Buenos-Ayres, pour le Portugal, etc...

Ces mouvements sont de la plus grande importance, car leur influence sur la Réserve est directe et immédiate. Chaque livre sterling exportée diminue le pouvoir de la Banque, et si l'émigration de l'or menace de faire baisser la Réserve au-dessous du niveau de sûreté, il sera nécessaire d'élever l'escompte pour arrêter, s'il est possible, la sortie du métal, ou du moins pour en attirer l'équivalent des autres pays (1).

(1) On peut dire que l'argent dépend en Angleterre de l'attaque plus ou moins violente des autres nations sur son stock d'or.

Les transactions sur lingots forment une partie importante des affaires de la Banque, et le stock métallique possédé par le Département de l'Emission en représentation de ses billets se compose en majeure partie d'or en barres, et de monnaies étrangères, c'est-à-dire des deux articles d'exportation par excellence.

En ce qui concerne l'or en barres, on sait déjà que la Banque l'achète au prix fixé par la loi de 77 shillings 9 pence l'once standard, et le vend à 77 sh. 10 $\frac{1}{2}$ pence, allant même jusqu'à exiger 77 sh. 11 pence, si la demande est assez forte pour justifier une hausse.

Les monnaies étrangères sont traitées d'après les mêmes principes. La pièce d'or anglaise contenant $\frac{11}{12}$ de fin, tandis que les monnaies française, allemande, américaine, etc... sont seulement aux $\frac{9}{10}$ de fin (1), une simple règle de trois donne le prix d'achat qui leur correspond.

$$\frac{11}{12} : \frac{9}{10} :: 77 \text{ sh. } 9\ p. : x$$
$$x = 76 \text{ sh. } 4\ p. = \text{ r. } 40^{c} \text{ l'once.}$$

Ce prix suppose que la frappe des monnaies étrangères se conduit avec une exactitude mathématique. En laissant une marge d'$\frac{1}{2}$ 0/00, en garantie des insuffisances possibles, nous arrivons au prix ordinaire de la Banque qui est de 76 shillings 3 $\frac{1}{2}$ pence. Si les pièces d'or achetées à ce prix devaient être fondues et remon-

(1) Seules l'Angleterre, la Russie et le Portugal ont la proportion de 11/12 de fin pour leur monnaie d'or.

nayées, la Banque serait en perte ; mais comme, tôt ou tard, elles seront redemandées pour l'exportation, il suffit de les enfermer dans les caves, et d'attendre. La Banque les vend avec un bénéfice de 3 à 3 ½ pence par once (30 à 35 centimes), ce qui représente à peu près ⅓ 0/0. Lorsqu'une monnaie spéciale est très demandée, par exemple les louis de 20 francs ou les aigles américaines, il suffit pour arrêter l'exportation d'augmenter le prix de 1 penny (0,10 c.) par once. Supposons, par exemple, que le change sur Paris étant à 25,17 ½, on commence à pouvoir acheter des louis à la Banque à 76 sh. 6 ½ p. l'once : une hausse d'un penny arrêtera l'exportation jusqu'à ce que le change ait baissé aux environs de 25,15.

Si le prix de vente change quelquefois, le prix de l'achat reste toujours le même à 76 sh. 3 ½ p. On a fait cependant remarquer qu'il serait souvent utile, pour attirer l'or, d'offrir une petite prime, dont l'effet serait plus rapide et plus sûr que la hausse du taux de l'escompte, qui n'est après tout qu'une voie détournée pour atteindre le même but. Puisque les monnaies étrangères ne sont jamais fondues, la Banque pourrait, sans subir de perte, élever d'un penny ou deux le prix de l'once : son bénéfice de revente en serait tout au plus un peu diminué ; mais d'autre part l'effet de cette mesure serait certain, car il n'existe pas dans le monde une autre marchandise pour courir aussi vite que l'or, partout où la moindre chance de gain est entrevue, et

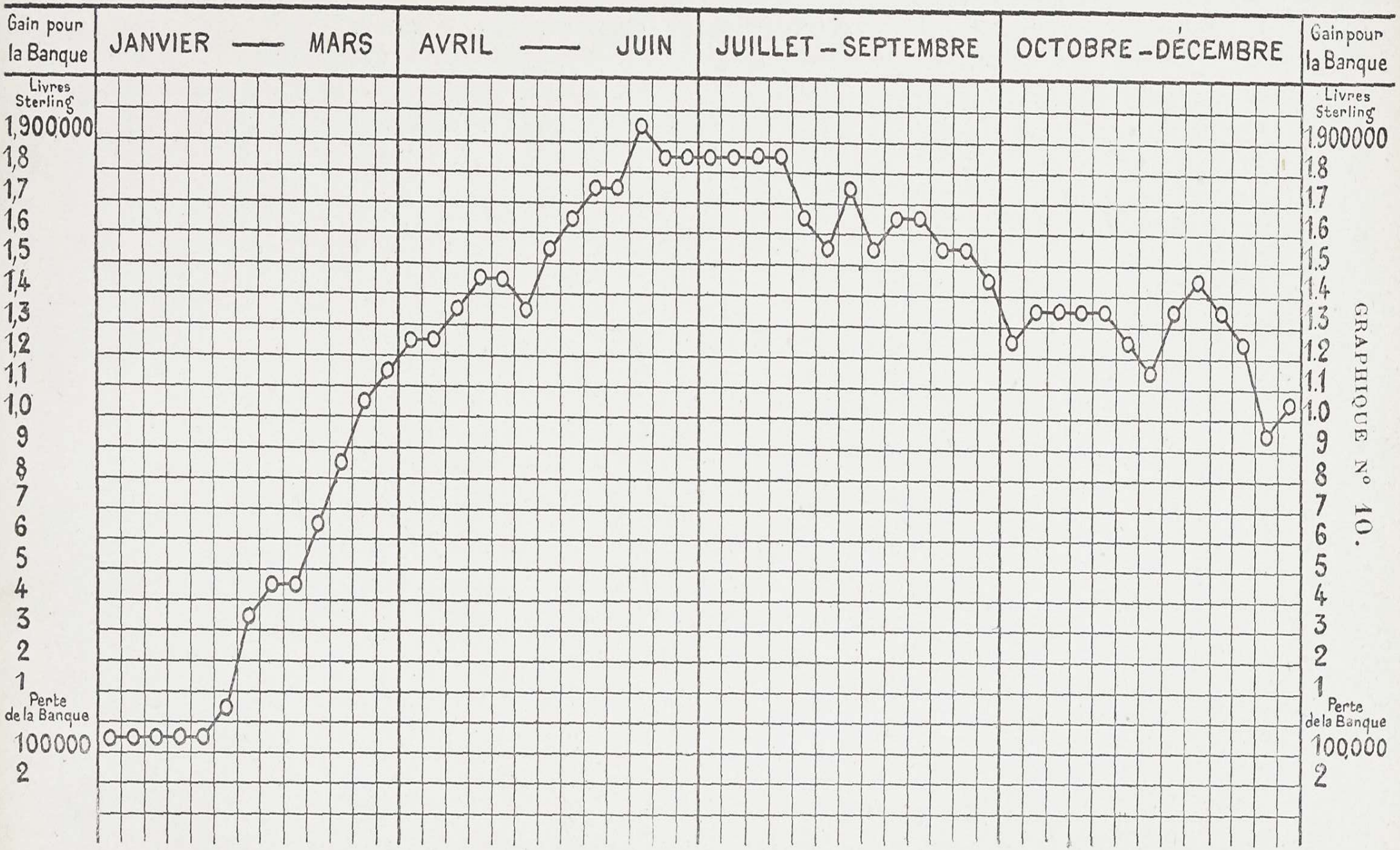
la marge du bénéfice est si étroite, qu'une hausse insignifiante suffit pour déterminer une importation (1).

En examinant le diagramme n° 10 qui montre les mouvements d'importation et d'exportation du métal, on voit qu'au printemps la balance du commerce est en faveur de l'Angleterre, et lui est soldée en or. En automne, au contraire, les importations de céréales rendent la balance défavorable, et l'or s'échappe. Si l'on se reporte au diagramme n° 9, on est frappé de voir le lien étroit qui existe entre ces mouvements et le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre. Au début de l'année, l'or est au plus bas, l'escompte au plus haut : à mesure que le métal entre, l'escompte s'abaisse. Le maximum de la crue est atteint à la fin de juin ; puis le reflux commence, et aussitôt l'escompte se relève.

Pour rendre la comparaison plus saisissante, nous avons juxtaposé dans le diagramme n° 12 le tableau des entrées et sorties d'or pour compte étranger et celui des variations du taux de l'escompte (moyenne de dix années) (2). A première vue, il est clair que nous avons trouvé la clef du problème. L'or est importé, l'escompte

(1) En mai 1891, la Banque acheta les aigles américaines jusqu'à 76 sh. 6 1/2 penny l'once. Aussitôt de larges approvisionnements furent envoyés de New-York à Londres.

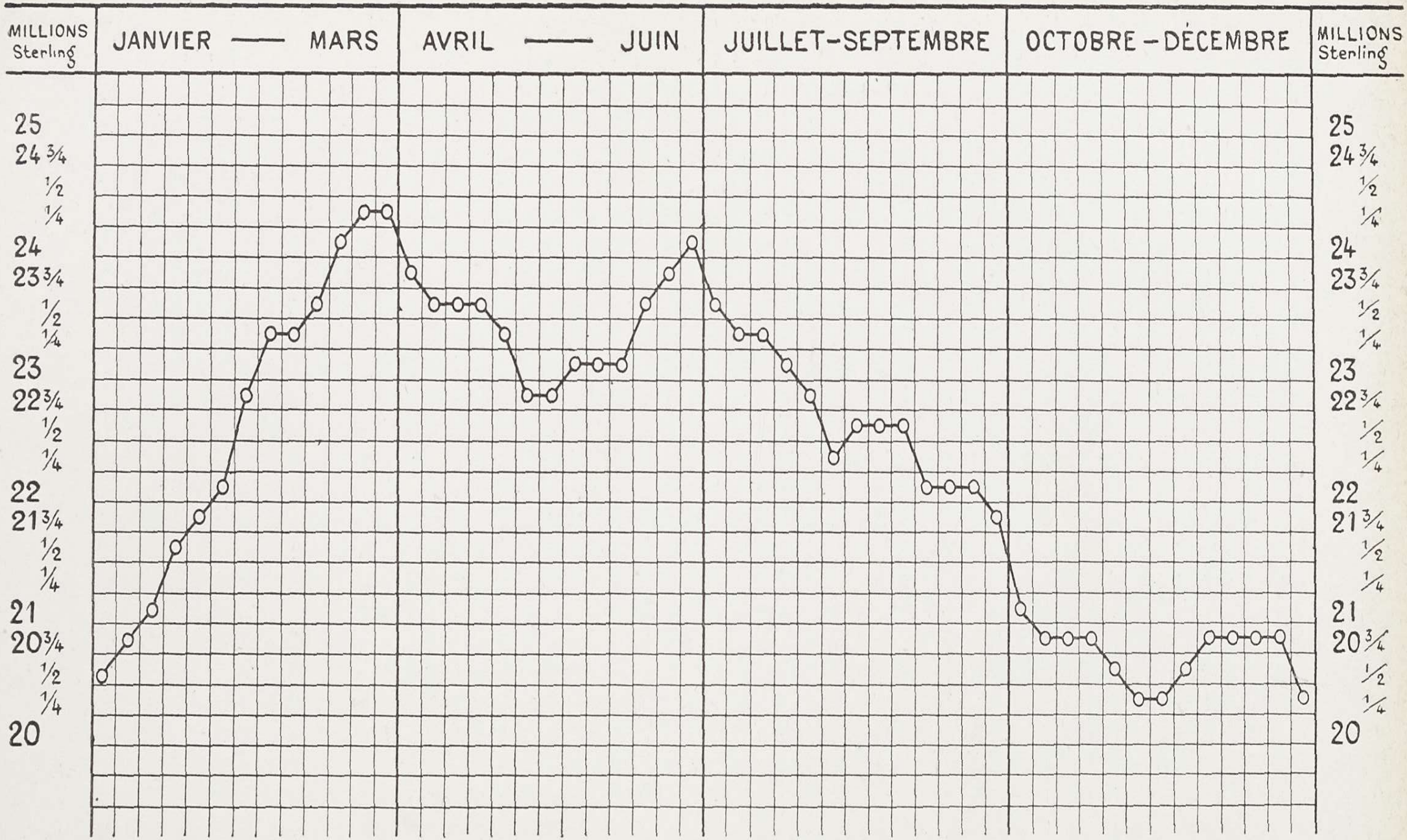
(2) Il est nécessaire d'observer que les mouvements de l'or indiqués dans ce tableau comprennent l'importation exceptionnelle de 125 millions de francs empruntés à la France et à la Russie en novembre 1890. Cette opération tout à fait exceptionnelle devrait régulièrement être éliminée. On verrait alors une convergence encore plus sensible des deux lignes.



MOUVEMENTS DE LA CIRCULATION D'OR ENTRE L'ANGLETERRE ET LES PAYS ÉTRANGERS.

Moyenne de 10 ans (1881-1890).

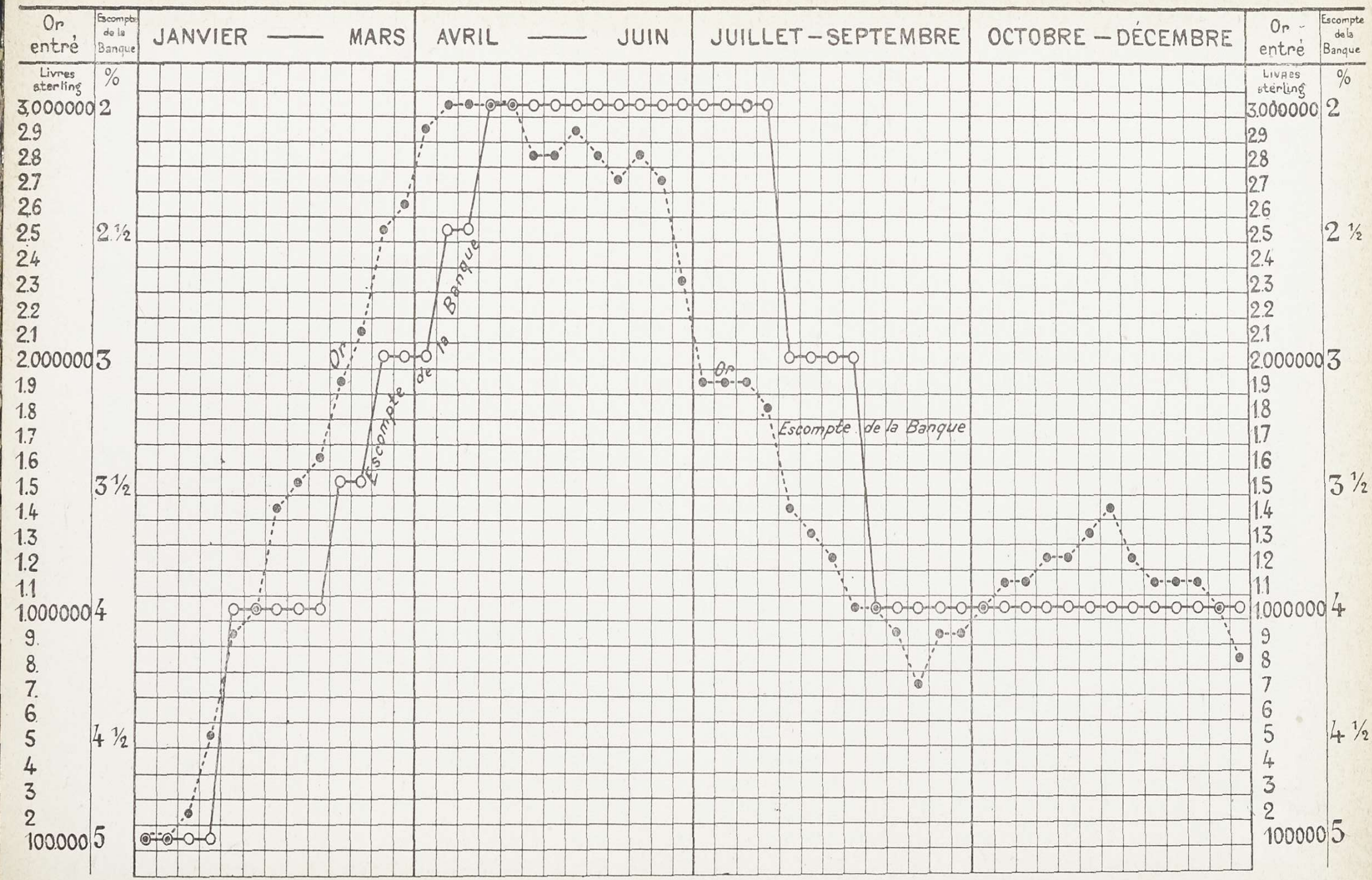
GRAPHIQUE N° 11.



STOCK DE MONNAIES D'OR ET DES LINGOTS APPARTENANT AU DÉPARTEMENT DE L'ÉMISSION DE LA BANQUE D'ANGLETERRE.

Fluctuations hebdomadaires. Moyenne de 10 ans (1881-1890).

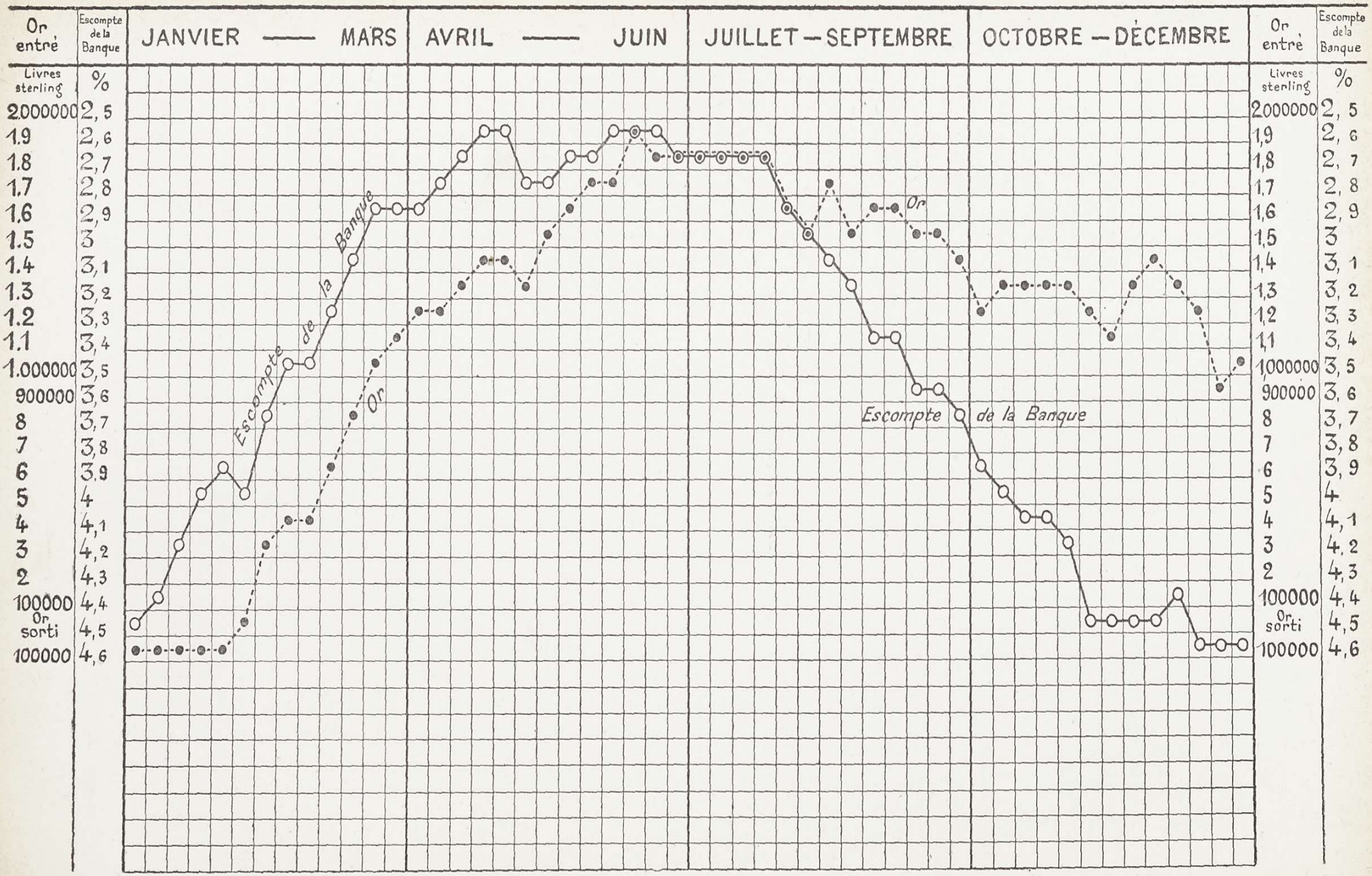
GRAPHIQUE N° 12.



LES FLUCTUATIONS DU TAUX DE L'ESCOMPTE

Comparées avec les mouvements de la circulation d'or internationale (année 1887).

GRAPHIQUE N° 13.



MÊME COMPARAISON ÉTABLIE SUR UNE MOYENNE DE 10 ANS

(1881-1890).

baisse ; il est exporté, l'escompte hausse. Une étude approfondie nous permet d'affirmer qu'une importation d'1 million sterling correspond à une diminution de 1 % dans le taux de l'escompte, et une exportation de même somme à une hausse de 1 %.

Pour démontrer plus surabondamment ce principe, prenons comme exemple l'année 1887. Au commencement de l'année, le Département de l'Emission possède en or £. 19,300,000 (F. 482 millions), et l'escompte est à 5 %. A la fin d'avril, trois millions sterling sont arrivés de l'étranger, et l'escompte est à 2 %. En août, ce gain est réduit de deux millions sterling, et l'escompte se relève à 4 %. Depuis ce moment jusqu'à la fin de l'année, les importations balancent les exportations, et l'escompte reste stationnaire.

Ainsi la formule certaine, qui permet de prévoir la condition future de la place, a pour base le chiffre des gains ou des pertes résultant pour la Banque de l'importation ou de l'exportation de l'or. Sans doute le rapport ne sera pas toujours aussi étroit que dans notre exemple. Il faudra tenir compte d'autres influences, telles que la condition générale des marchés européens, l'état du crédit, la situation politique, tous éléments que les directeurs prennent en considération avant de modifier le taux de l'escompte. Mais le principe qui domine tout et qu'on ne doit jamais perdre de vue, c'est que si l'or quitte le pays, la nécessité de défendre la Réserve forcera la Banque à élever ses prix ; tandis

que le désir de gagner un dividende à ses actionnaires et de pouvoir lutter avec les banquiers, les lui fera abaisser de nouveau, aussitôt le danger éloigné.

DEUXIÈME PARTIE

LES CHANGES ÉTRANGERS

CHAPITRE PREMIER.

Comment se règlent les dettes internationales. — Le pair idéal du change, et le *pair de la monnaie*. — Le *pair de la monnaie* ne peut être établi qu'entre pays ayant même étalon monétaire.

Nous devons maintenant examiner la cause de ces mouvements de va-et-vient de l'or, dont nous venons de constater l'influence prépondérante sur les variations du taux officiel de l'escompte, et par conséquent sur la valeur générale de l'argent. Nous arrivons ainsi à la question des changes, dénomination vague et indéfinie sous laquelle on range toutes les opérations qui ont pour but le transport des capitaux d'un pays dans un autre.

Sous sa forme élémentaire, le commerce international consiste simplement en un échange de produits. Mais pour faciliter les règlements, chaque pays exprime la valeur de ses marchandises au moyen de dénominateurs communs qui sont l'or et l'argent, et la créance ainsi liquidée fait l'objet d'une lettre de change.

De même que les créances et les dettes du commerce intérieur viennent se compenser les unes les autres au *Clearing house* de Londres par un échange de chè-

ques, de même les paiements réciproques entre nations se règlent par un échange de traites dans les différentes Bourses qui sont les Chambres de compensation du monde. Ceux qui ont envoyé des marchandises dans les autres pays viennent y vendre leurs traites et *ainsi se faire payer*. Ceux qui ont reçu des marchandises des autres pays viennent y acheter des remises *et de cette manière payer*.

Si maintenant le rêve d'une monnaie internationale était réalisé, et si, en Bourse, à un jour donné, la demande de lettres de change sur la France, par exemple, était juste égale à l'offre, on pourrait avec 100 unités monétaires acheter une traite sur Paris de 100 unités, et le change serait au pair.

L'expression *le pair du change* signifie le parfait équilibre des importations et des exportations, ou en d'autres termes la balance exacte entre les créateurs de traites et les acheteurs de ces traites. Si nous supposons l'existence d'une monnaie internationale, il est clair que toutes les fois que cet équilibre se produirait, le change serait visiblement au pair, et réciproquement toutes les fois que le change serait au pair, on pourrait en conclure à l'égalité parfaite des engagements.

Malheureusement les monnaies varient suivant les pays, et la question se complique. Il est toujours vrai, sans doute, que si, à un moment donné, l'offre de traites sur Paris satisfait exactement la demande, le

change (qui sera exprimé par le nombre de francs donné pour la livre sterling) devra être au pair. Le malheur est que nous n'avons aucun moyen de savoir quand l'offre et la demande sont en équilibre : ainsi nous ne connaîtrons jamais le vrai pair du change entre l'Angleterre et la France.

Pour remplacer ce pair idéal, les Cambistes ont imaginé ce qu'on appelle le *pair de la monnaie*, qui se calcule en comparant le poids de métal fin contenu dans l'étalon monétaire de chaque pays. Pour obtenir par ce moyen la valeur relative du souverain et du franc, il suffit de savoir : 1° que, d'après la loi anglaise, 480 onces troy d'or à 11/12mes de fin donnent à la frappe 1869 souverains ; 2° que, d'après la loi française, 1000 grammes d'or à 9/10mes de fin donnent 155 louis de 20 fr. ; 3° qu'une once troy vaut $31,\frac{1035}{10000}$ grammes.

Si £. 1869 = 480 onces d'or à 11/12mes de fin ;
Si 12 onces de monnaie = 11 onces d'or fin ;
Si 1 once — = 31 grammes, 1035 ;
Si 900 grammes d'or = 3100 francs,
Nous avons l'équation :

$$\frac{480 \times 11 \times 31,1035 \times 3100}{1869 \times 12 \times 900} = 25 \text{ fr. } 2215.$$

Ce qui signifie qu'il y a dans un souverain anglais la même quantité d'or fin que dans 25 fr. 22 c. (le louis de 20 fr. étant pris pour base). Le pair de la monnaie

entre l'Angleterre et la France est donc de 25 fr. 22 pour £. 1. Un *pair de la monnaie* ne peut s'établir qu'entre pays ayant le même étalon monétaire ; il ne peut exister entre un pays à étalon d'or et un autre à étalon d'argent, parce qu'il n'y a aucun rapport fixe entre la valeur de l'argent et celle de l'or. Les roupies indiennes ou les dollars mexicains valent plus ou moins suivant le cours de l'argent sur le marché de Londres, et de même la valeur du souverain dans l'Inde dépend du prix de l'or à Calcutta.

Le pair de la monnaie résultant d'une définition légale ne peut changer, quelle que soit en fait l'usure ou la détérioration des monnaies. Si l'on prenait deux creusets, et si l'on fondait dans l'un 2000 souverains pris dans la circulation, et dans l'autre 2522 louis, il est probable que les deux lingots ainsi obtenus n'auraient ni le même poids ni la même valeur. Mais le *pair de la monnaie* basé sur un poids et une finesse théorique ne saurait se modifier qu'avec la législation.

CHAPITRE DEUXIÈME.

Pourquoi les changes varient sans cesse. — Explication d'une prime sur le change. — Comment et dans quelle mesure la rareté des lettres de change amène la hausse. — Les banquiers internationaux. — Comment ils couvrent leurs traites. — Le point d'or. — Différences entre le pair de la monnaie et le point d'or. — Le point d'or peut être déterminé rigoureusement.

Lorsque les dettes et les créances réciproques de deux nations s'équilibrent, les unes sont compensées par les autres, et le change est au pair. Mais cet équilibre absolu ne se produit que très rarement; presque toujours les comptes liquidés à la bourse du change laissent un solde débiteur à la charge de l'un ou de l'autre des deux pays. Ce solde, qui se modifie tous les jours, détermine par ses variations les oscillations constantes du prix du change.

Prenons l'exemple de la France et de l'Angleterre, et supposons qu'à un jour donné la balance commerciale est contre l'Angleterre, c'est-à-dire que les engagements de l'Angleterre envers la France sont plus grands que ceux de la France envers elle; il y aura ce jour-là au change de Londres une concurrence active pour les effets sur Paris, et naturellement leur prix

s'élèvera. Ceux qui ont des remises à faire sur Paris seront obligés d'acheter les effets au-dessus du pair, ou bien de s'en passer. La valeur intrinsèque de £. 100 est 2522 francs ; mais pour une lettre de change de 2522 francs les acheteurs devront payer plus de 100 livres, et si la monnaie française était la même que celle d'Angleterre, ils devraient payer plus de 100 £. à Londres pour avoir un effet de £. 100 sur Paris ; en d'autres termes, les effets sur la France feraient prime. Le fait d'une prime sur le change paraît en général inexplicable aux débutants ; ils comprennent facilement qu'un effet puisse valoir moins que sa valeur nominale, mais qu'il puisse valoir plus, leur paraît incompréhensible ; et cependant, sans s'en douter, ils appliquent tous les jours ce principe. Vous voulez envoyer un souverain à votre jeune frère qui est au collège, comment procéderez-vous ? ou bien vous achèterez un mandat postal qui vous coûtera 1 penny 1[2 (15 centimes), ou bien vous enverrez la pièce de monnaie elle-même, dont le port et le chargement vous coûteront 2 pence (0,20 centimes). Si vous choisissez le mandat postal, comme il est probable, la somme de 1 1[2 penny que vous aurez déboursée n'est autre chose qu'une prime sur le change ; vous aimez mieux donner 20 sh. et 1 1[2 penny pour un effet de 20 sh. que d'envoyer la monnaie dont le transport vous serait revenu à 2 pence ; pour la même raison, le négociant qui doit payer £. 1000 à Paris consentira à acheter un effet

plus de 1000 livres plutôt que de supporter les frais d'un envoi d'or ; mais de même que vous ne donneriez jamais plus de 2 pence pour un mandat postal d'un souverain, parce qu'autrement vous auriez avantage à faire voyager votre pièce d'or, de même, si par hypothèse les frais de transport de l'or d'Angleterre en France sont de 1 0[0, le prix maximum d'un effet de £. 1000 sera de £. 1010 ; dans ce cas comme dans l'autre, *la prime ne peut dépasser les frais de transport du numéraire.*

Poursuivant notre exemple, nous disons donc que, si la balance commerciale est défavorable à l'Angleterre, les effets sur la France seront recherchés, et il faudra payer une prime ; mais de ce que l'offre de papier ne pourra satisfaire la demande, il ne s'en suit pas qu'une partie des acheteurs devront s'en retourner les mains vides, et que le change montera d'un bond jusqu'au point de sortie de l'or. Les effets, comme beaucoup d'autres choses, peuvent toujours s'obtenir en y mettant le prix ; s'il n'y a plus de papier sur le marché, le courtier de change qui a des ordres d'achat à exécuter s'adressera à l'un des banquiers internationaux, qui sont toujours prêts à fournir sur commande des *traites sur leurs correspondants du continent* (1) ; seulement, comme le banquier doit faire entrer en ligne de compte : 1° les frais de la remise qu'il

(1) La division du travail est poussée très loin sur le marché de Londres. On distingue le banquier proprement dit qui reçoit des

aura à faire à son correspondant ; 2° la commission dudit correspondant ; 3° et sa propre commission, le prix qu'il demandera dépassera nécessairement le pair, et contribuera beaucoup à fixer le cours général du change. La hausse définitive dépendra de la combinaison de deux forces, la demande d'effets d'une part et la concurrence des banquiers d'autre part.

La dette particulière du négociant est éteinte par la remise de l'effet que le banquier international a créé pour lui ; mais le banquier est devenu débiteur à sa place, et la dette totale de la nation reste la même, jusqu'à ce qu'il ait, à son tour, couvert son correspondant ; il se servira pour cela d'or, de titres ou d'effets, mais en temps ordinaire il donnera la préférence au mode de paiement le moins cher et le plus sûr, c'est-à-dire à la lettre de change. Le cours du change sur la place étrangère (Paris, dans notre exemple) lui est télégraphié par son correspondant ; le banquier compare ses cours et donne la préférence aux plus avantageux ; s'il a tiré sur la France, il enverra des effets sur la Belgique, sur la Suisse, ou d'autres pays de l'Union latine. S'il a tiré sur l'Allemagne, il remettra des traites sur la Russie ou sur l'Autriche, et ainsi de suite. Ainsi s'explique la tendance des changes à monter ou à baisser par groupes ; on comprend maintenant pourquoi

dépôts ; le bill-broker ou escompteur auquel partie de ces dépôts est confiée ; enfin le foreign-banker qui s'occupe des règlements internationaux.

une forte hausse des effets sur la France est généralement accompagnée d'une hausse secondaire du prix des lettres de change tirées sur la Belgique, la Suisse et l'Italie.

On voit en dernière analyse que le solde est payé par la nation débitrice, en transférant à la nation créancière une partie des soldes débiteurs des autres nations envers elle-même.

Aussi longtemps que les banquiers trouveront facilement à Londres des traites sur les autres pays pouvant faire l'objet de remises à leurs correspondants de Paris, la hausse du change sera tenue en échec. Mais à mesure que ces effets deviendront plus rares et plus chers, les frais de la remise deviendront plus considérables, et les banquiers seront forcés de vendre leurs effets à un prix plus élevé. Finalement, ils peuvent s'apercevoir qu'au lieu d'acheter des effets sur Genève ou sur Anvers, il leur serait plus avantageux de couvrir leurs traites en achetant au prix légal des louis d'or à la Banque d'Angleterre, et en les envoyant à leurs correspondants de Paris, qui les revendront à la Banque de France.

A ce moment, le prix des effets de Londres sur Paris a atteint le point d'or, et ne peut monter au delà, à moins de circonstances exceptionnelles telles que l'explosion d'une guerre.

Le point d'or (Gold Point), qui demande une attention spéciale, est *le cours du change obtenu en achetant l'or*

dans un pays et en le revendant dans l'autre. Si cette opération pouvait se faire sans frais, le point d'or se confondrait avec le pair de la monnaie, qui est, comme nous le savons, l'expression de la valeur comparée des différentes monnaies d'après le poids d'or fin qu'elles contiennent. Mais une exportation d'or entraîne des dépenses. Il faut payer les caisses, l'assurance, le fret, quelquefois même un courtage ou une commission *Le pair de la monnaie, plus ces frais, constitue le point de sortie de l'or : Le pair de la monnaie, moins ces mêmes frais, constitue le point d'entrée de l'or.*

Par exemple, 1000 livres valant 25,220 fr., et étant admis que le total des frais de transport de Londres à Paris se monte à 1|2 0|0, il faudra, pour transporter à Paris 25,220 fr., dépenser £. 1000 + 1|2 0|0, soit £. 1005. Cela correspond au change de 25,09 1|2 pour £. 1, de telle sorte que si la prime des effets sur Paris est assez forte pour qu'avec £. 1000 on ne puisse acheter qu'un effet de 25,095 francs, le change aura touché le point de sortie de l'or.

Il est évident que le prix des effets ne peut s'élever plus haut, car plutôt que de payer davantage, les négociants enverraient eux-mêmes les lingots qu'ils peuvent toujours se procurer à la Banque d'Angleterre au prix de 77 sh. 10 pence 1|2 l'once standard.

A la différence du pair de la monnaie, les points d'or ne peuvent être déterminés exactement ; tout dépend des frais qu'on devra supporter. Un banquier peut

être organisé de manière à n'être grevé d'aucun courtage ; il peut, en entreprenant l'opération sur une vaste échelle, rogner sur le fret et sur l'assurance, et ramasser ainsi un petit bénéfice, alors qu'un autre vendant des effets au même prix ne retrouverait pas son argent. Ainsi donc, si l'or est inévitablement exporté dès que le change atteint un certain niveau, on peut considérer comme certain qu'il commence à fuir bien avant, et des retraits sont, en fait, souvent annoncés, alors que le change est encore à quatre ou cinq points du point d'or théorique.

CHAPITRE TROISIÈME

La Bourse du change. — Comment on cote les cours du change. — La règle générale sur la place de Londres est de coter le change en monnaie étrangère. — La hausse d'un change exprimé en monnaie étrangère signifie que les effets sur le pays coté sont en baisse. — Change *favorable* et *défavorable*.

Toutes les transactions en effets étrangers se concentrent au Royal Exchange de Londres, où les acheteurs et les vendeurs se rencontrent deux fois par semaine, le mardi et le jeudi. A 3 heures la Bourse est terminée, et les principaux courtiers publient aussitôt la cote des changes, ou le prix courant des effets, d'après le modèle suivant.

Cours du change. — Londres, le 8 mars 1888.

SUR	USANCE	PRIX	
Paris	chèque	25,28 $\frac{3}{4}$ *a* 25,33 $\frac{3}{4}$	francs et cent. pr £. 1.
France	3 mois	25,45 *a* 25,50	id.
Belgique	»	25,46 $\frac{1}{4}$ *a* 25.51 $\frac{1}{4}$	id.
Allemagne	court	20,36 — 20.40	marks et pfennigs pr £. 1
»	3 mois	20,49 — 20,53	id.
Italie	»	26,10 — 26,15	francs et cent. pr £. 1.
Suisse	»	25,52 $\frac{1}{2}$ — 25,57 $\frac{1}{2}$	id.
Hollande	court	12,1 $\frac{1}{8}$ — 12,7 $\frac{5}{8}$	florins et stivers pr L.
»	3 mois	12,2 $\frac{5}{8}$ — 12,3 $\frac{1}{8}$	id.
Petersbourg	»	18 $\frac{3}{4}$ — 18 $\frac{7}{8}$	pence pr 1 rouble.
Vienne	»	12,85 — 12,90	florins et kreutzers pr £. 1
Trieste	»		
Madrid	»	46 — 46 $\frac{1}{8}$	pence pr 1 peso.
Lisbonne	»	52 $\frac{3}{8}$ — 52 $\frac{5}{8}$	pence pr 1 milreis
Copenhague	»	18,33 — 18,37	couronnes et örs pr £. 1
Stockholm	»	18,35 — 18.39	id.
New-York	court	49 $\frac{1}{16}$ — 49 $\frac{3}{16}$	pence pr 1 dollar.

On voit que les pays dont le change est coté sur la place de Londres se divisent en deux groupes. Dans l'un, le change s'exprime par la somme de monnaie étrangère que peut acheter une livre sterling ; dans l'autre par la quantité de monnaie sterling nécessaire pour acheter une unité de monnaie étrangère. La plupart des changes extra-européens rentrent dans ce dernier groupe et sont cotés en shillings et pence : par exemple, New-York, Calcutta, la Chine, le Brésil, le Pérou, le Chili, Mexico, Buenos-Ayres, etc. Mais tous les pays d'Europe (sauf la Russie, l'Espagne et le Portugal) sont cotés à Londres dans leur monnaie nationale. Sur le continent, il est au contraire de règle que le prix des effets, comme celui de toutes les autres marchandises, est exprimé par chaque pays dans sa monnaie ; c'est le système le plus simple et le plus naturel. Mais la méthode anglaise offre l'avantage d'une comparaison plus facile entre les cours du change à Londres et à l'étranger.

Paris, par exemple, cote Londres en francs et centimes, et Londres cote également Paris en francs et centimes, de sorte que du premier coup d'œil on peut se rendre compte de la différence des cours entre ces deux places. Si au contraire Londres cotait Paris en monnaie sterling , et si le prix du chèque étant à Paris de 25,27 $\frac{1}{2}$ pour £. 1, nous trouvions à Londres celui de 15 sh. 9 $\frac{7}{8}$ pence pour le louis de 20 francs, l'identité

de ces deux cours ne pourrait être perçue qu'au moyen d'un calcul.

L'usage s'est donc répandu en Angleterre d'exprimer le prix du change dans les termes mêmes employés sur les places étrangères. Paris, Anvers, Zurich, etc., cotant Londres en francs, Londres leur répond en francs. Lisbonne, Calcutta, Rio, etc., cotent Londres en pence, et Londres leur rend la pareille (1).

Cette règle si utile souffre une grave exception. New-York est coté en pence pour 1 dollar, tandis qu'au change de New-York le prix du Londres est toujours exprimé en dollars pour £. 1. Cette anomalie ne s'explique pas, et il faut espérer qu'un jour ou l'autre elle disparaîtra. Saint-Pétersbourg et Madrid sont aussi maintenant des exceptions; ils cotaient autrefois Londres en pence, et Londres en faisait de même à leur égard ; mais depuis quelque temps Saint-Pétersbourg exprime le change sur Londres en roubles pour £. 10, et Madrid en pésétas (francs) pour £. 1.

Il s'agit maintenant de bien comprendre ce que signifie la hausse ou la baisse d'un change exprimé en monnaie étrangère. La hausse du cours veut dire que le pouvoir d'acquisition de la livre sterling a augmenté et que la lettre de change pourra être achetée au-des-

(1) En d'autres termes, Londres donne l'incertain aux places qui lui donnent le certain, et réciproquement. Paris au contraire donne le certain à toutes les places.

sous de sa valeur nominale. Inversement la baisse du cours signifie que la valeur du souverain est moindre, et qu'il faudra payer une prime. Ainsi, quand on lit dans le Bulletin financier que tel jour les effets sur l'Allemagne et la Russie ont été demandés à des prix élevés, tandis que les remises sur l'Autriche et l'Espagne étaient offertes, cela veut dire que les cotes de Berlin et de Madrid ont fléchi, tandis que celles de Saint-Pétersbourg et de Vienne ont monté (1).

Si je possède un effet sur Paris de 25.220 représentant £. 1000 au pair de la monnaie, je tâcherai de le vendre au cours le plus bas possible, afin d'en obtenir plus de £. 1000. Si je vends au change de 25, 9 $\frac{1}{2}$ (le pair étant 25, 22), mon effet de 25,220 vaudra £. 1005. Au contraire, si je dois acheter un effet sur Paris, je tâcherai de saisir le cours le plus haut, qui me permettra de payer moins de £. 1000 pour un chèque de 25,220 fr. Donc, si l'offre est plus considérable que la demande, la cote du change monte, et si la demande prédomine elle descend.

On dit souvent que le change est pour ou contre l'Angleterre, ou encore qu'il est *favorable* ou *défavorable*. Voici ce qu'on entend par ces expressions. Le change favorable est celui qui s'incline vers le point d'entrée de l'or ; on l'appelle ainsi parce qu'une importation

(1) La Russie et l'Espagne sont cotées à Londres en pence. Le rapport entre le cours du change et le prix de l'effet cesse alors d'être inversement proportionnel et devient direct.

d'or augmente la Réserve de la Banque d'Angleterre et tend à une diminution du taux de l'escompte. Le change défavorable est celui qui fait craindre une exportation d'or, et le renchérissement de l'argent. Il sera bon de se rappeler toujours que tous les changes continentaux cotés à Londres (sauf ceux de la Russie, de l'Espagne et du Portugal) sont favorables au-dessus du pair et défavorables au-dessous du pair. *En d'autres termes, les cours élevés sont pour l'Angleterre, et les cours bas sont contre elle.* Au contraire, toutes les fois que les changes sont cotés dans la monnaie nationale (et c'est le cas dans presque tous les pays et notamment la France), le change est défavorable au-dessus du pair et favorable au-dessous.

CHAPITRE QUATRIÈME.

Papier long. — Le prix d'un effet à trois mois est le prix du chèque, moins l'intérêt calculé sur le taux de la place où il est tiré. — L'état du crédit, et son influence sur le prix du papier long.

Dans une exposition de la théorie des changes, il est plus simple, au début, de négliger l'élément du temps et de raisonner comme si un paiement comptant, dans un pays, devait permettre d'en recevoir immédiatement l'équivalent dans l'autre, ou, en d'autres termes, comme si tous les effets étaient des chèques. Mais un coup d'œil jeté sur la cote des changes suffit pour dissiper cette illusion. En réalité, la grande majorité des transactions se fait sur des traites à 3 mois d'échéance. Paris est la seule place sur laquelle le chèque soit coté, bien que le prix du papier court (8 jours de vue) soit aussi donné sur la Hollande et l'Allemagne. Nous ne voulons pas dire qu'on ne puisse pas se procurer de chèques sur les autres pays : il est bien certain qu'un banquier international tirera à vue sur Palerme, sur Prague, sur Cadix, ou sur n'importe quelle autre ville, pour peu qu'on en manifeste le désir; seulement, comme

il n'y a pas de cours officiel, le banquier sera libre de faire son prix.

Nous avons donc fort peu d'exemples à Londres du change à vue, et les transactions normales prennent la forme d'un paiement immédiat, de ce côté-ci du détroit, pour en recevoir au bout de trois mois l'équivalent à l'étranger.

Pour déblayer le terrain, nous nous demanderons d'abord comment est déterminé le prix du papier long, et quel rapport existe entre le prix d'un effet à trois mois et le prix d'un chèque.

Supposons, par exemple, que j'aie fait des achats en France, et que, la date fixée pour le paiement étant arrivée, je puisse choisir entre la remise d'un chèque ou d'une traite à trois mois. Si le chèque est au change de 25,30 pour £. 1, quel devra être le cours de la traite ? Évidemment la différence de prix dépendra surtout du taux de l'intérêt en France, car, ou bien mon correspondant me créditera de la remise, valeur dans trois mois, et me débitera de l'intérêt couru pendant cet espace de temps, ou bien, ce qui est plus probable, il escomptera mon effet chez son banquier, et me créditera du produit, déduction faite de l'escompte. Dans les deux cas, c'est le taux du marché français qui est appliqué.

Maintenant, si l'escompte en France est à 4 %, la charge pour un effet à trois mois sera du quart, soit 1 %, et je devrai payer l'effet 1 % meilleur marché que

le chèque, soit 25 fr. 55 c. Je dois également me couvrir de la dépense du droit de timbre étranger (1) (1[2 pour 1000), ce qui amène le prix à 25 fr. 56 1[4.

Reste encore une dernière considération. Je serai responsable du paiement de l'effet que je remets : il y a là un risque à courir, d'autant plus grand que l'échéance est plus éloignée. En trois mois le tireur et l'accepteur peuvent faire faillite, la guerre peut avoir éclaté. Ce risque doit être compensé par une petite diminution de la valeur de l'effet, une sorte de prime d'assurance, qui sera plus ou moins forte selon la valeur des autres signatures de l'effet et suivant l'état du crédit. Si je m'assure contre cette perte éventuelle par une retenue de 1[2 pour 1000 sur le prix de l'effet, il en résultera que, le chèque valant 25 fr. 30, le taux correspondant de la lettre de change à trois mois sera 25 fr. 57 c. 1[2 par livre sterling.

Théorème. — Le prix du papier long est basé sur le prix du papier court dont il suit les mouvements de hausse et de baisse, et l'amplitude des divergences dépend du taux de l'escompte dans le pays sur lequel l'effet est tiré et de l'état général du crédit.

En d'autres termes, si la loi de l'offre et de la demande règle seule le cours du chèque, le cours du papier long dépend en outre du taux de l'escompte à l'étranger ; il en résulte que, tandis que toute variation du chèque

(1) Les chèques sont affranchis de ce droit.

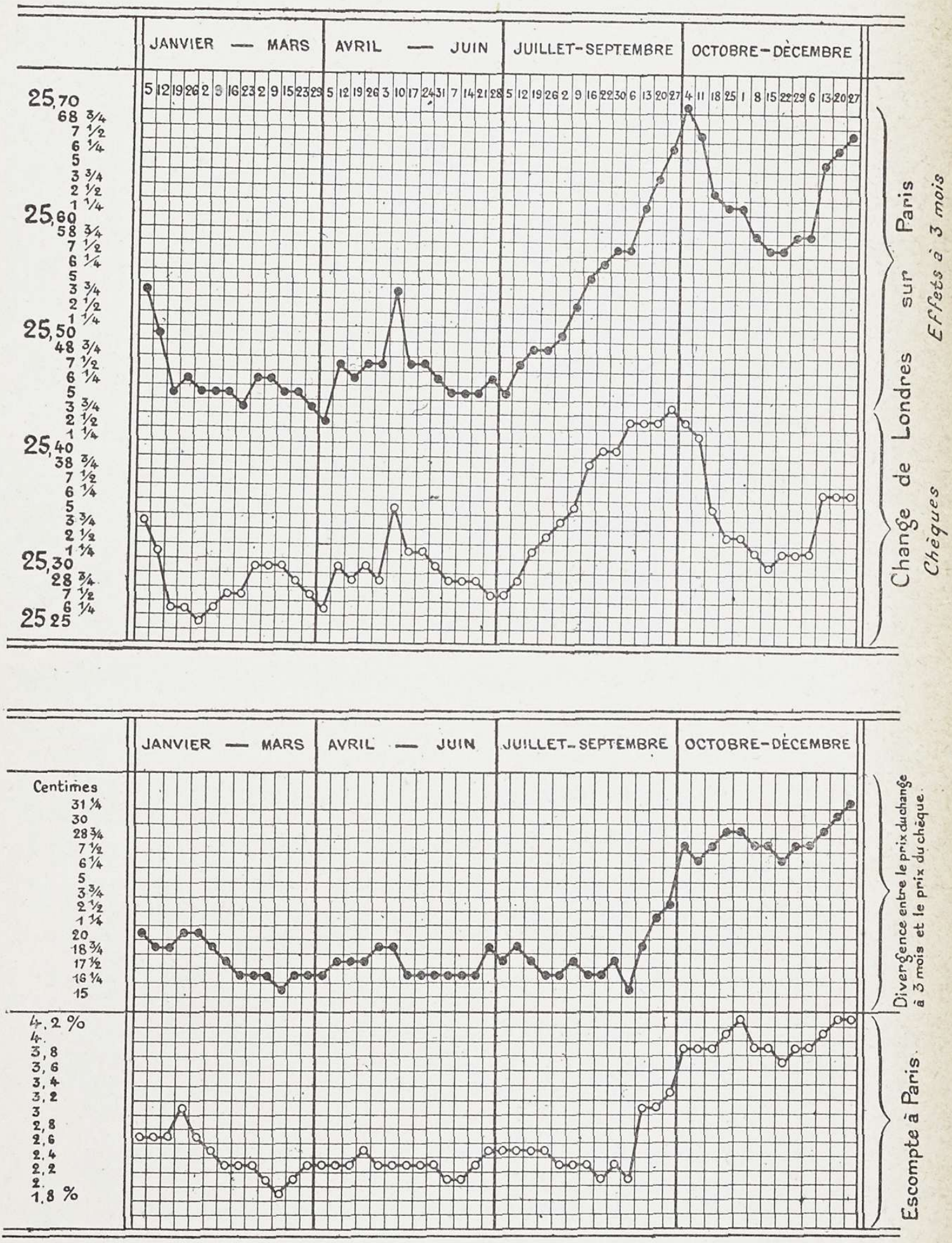
influe sur le prix du papier long, celui-ci peut très bien se mouvoir indépendamment de l'autre.

C'est ce que montrent très clairement les tableaux en regard, dans lesquels les divergences du prix des effets longs et courts sur Paris en 1888 sont comparées aux fluctuations du taux de l'escompte en France pendant la même période.

En ce qui concerne le taux de l'escompte, il faut préciser. A Paris, à Berlin et sur d'autres places, le cours du marché libre est en général, comme à Londres, au-dessous du cours officiel, et si le taux affiché à la Banque de France est 4 %, mon correspondant de Paris devra me compter moins de 4 %. S'il ne me prend que 3 %, et si je peux acheter un effet à 3 mois, en déduisant l'intérêt à 4 %, je gagnerai évidemment 1 %. Mais le vendeur de l'effet sait très bien qu'à Paris l'escompte est en dessous de la Banque, et il cherchera à gagner pour lui-même la différence, en vendant sur le prix du marché libre, c'est-à-dire en ne déduisant que l'intérêt à 3 %. La victoire restera alors au plus obstiné, ou bien on partagera la différence en appliquant le taux de 3 1/2 %.

Dans la cote des changes reproduite plus haut, le chèque sur Paris est coté à 25 fr. 31 c. 1/4 (prix moyen) et l'effet à trois mois 25 fr. 47 c. 1/2 ; l'escompte à la Banque de France était alors à 2 1/2 %, et sur le marché libre à 2 % : en additionnant :

GRAPHIQUE N° 14.



1888

Le prix du chèque.	25 fr. 31 c. 1/4
Le droit de timbre (1/2 %).	1 1/4
Trois mois d'intérêt à 2 1/4 % (prix moyen).	14 1/4
Nous obtenons.	25 fr. 46 c. 3/4

donc à 25 fr. 47 c. 1/2 l'effet à trois mois est légèrement meilleur marché que le chèque, comme il fallait s'y attendre.

Mention a été faite de l'état général du crédit comme facteur du prix du papier long. Cette considération doit toujours jusqu'à un certain point préoccuper l'acheteur d'une traite. Mais ce n'est que dans des cas très rares que l'on peut souligner un mouvement appréciable du change dû à l'ébranlement du crédit. On en peut cependant citer quelques exemples. En janvier 1882, un excès de spéculation amena une crise à Paris, et beaucoup de banques sombrèrent : le change de Londres sur Paris se comporta ainsi :

1882	CHÈQUES.	3 MOIS.	DIFFÉRENCE.	ESCOMPTE à Paris.
	fr. c.	fr. c.	c.	
12 janvier	25,25	25,57 1/2	0,32 1/2	5 %
19 »	25,20	25,55	0,35	»
26 »	25,13 4/4	25,50	0,36 1/4	»
2 février	25,15	25,53 3/4	0,38 3/4	»

Comme on peut voir, la différence entre le change long et court passa de 32 cent. 1/2 à 38 3/4, alors que le taux de l'escompte restait immobile.

En avril 1885, on reçut à Londres la nouvelle d'une escarmouche entre les Russes et les Afghans aux avant-

postes de Pendjeh et l'on crut un moment que la guerre allait éclater entre l'Angleterre et la Russie. Les mouvements du change à 3 mois sur Saint-Pétersbourg sont assez éloquents par eux-mêmes :

2 avril	24	1/8 pence,	escompte 6 %
7 avril	23	3/4 »	»
9 avril	21	15/16 »	»

La Russie étant cotée en pence, la baisse du cours correspond à une diminution du prix de l'effet, à l'inverse de ce qui a lieu pour la France, où cette diminution se traduit par une hausse du cours coté.

CHAPITRE CINQUIÈME.

Ce qu'on entend par la hausse ou la baisse du change. — Il est difficile de suivre les fluctuations d'après les cours de Londres. — Relation entre le prix de l'argent et les changes. — Le change est toujours en faveur du pays créancier. — Les engagements internationaux envisagés comme régulateurs des changes. — Impossibilité de les calculer.

Les changes étrangers sont, comme on l'a très bien dit, le baromètre du marché monétaire. Cette relation étroite entre la valeur de l'argent et le cours des changes nous est démontrée par le Bulletin financier ; nous y lisons chaque jour des phrases dans ce genre : « Aujourd'hui, par suite du renchérissement de l'ar-« gent, les effets sur l'étranger étaient offerts à des « cours plus élevés » (ce qui veut dire que le change est devenu favorable), « l'argent est abondant et tend à « diminuer de valeur : en conséquence les changes « commencent à se retourner contre nous ». — « Nous « avons constaté une détente sensible dans le taux de « l'escompte, due à la hausse du change à New-« York. »

Comme on le voit, le lien est intime ; mais avant d'en étudier les causes et les effets, il est bon de préciser exactement ce qu'on entend par les expressions de « hausse et baisse des changes ».

Le graphique n° 14 nous montre en janvier les cours suivants :

DATE.	3 MOIS.	CHÈQUES.	ESCOMPTE à Paris.
	fr.	fr.	
12 janvier 1888	25.50	25,31 1/4	2,6 %
19 » »	25,45	25,26 1/4	2,6 %
	— 0,05	— 0,05	

Ainsi le cours du chèque est tombé de 0,05, et l'escompte à Paris n'ayant pas changé, le cours du papier long est également coté cinq points plus bas. C'est un cas évident de baisse du change.

Mais remarquons l'espèce suivante :

1888	3 mois	chèques	escompte à Paris.
	fr.	fr.	
6 septembre	25.57 1/2	25,42 1/2	2 %
4 octobre	25,70	25,42 1/2	3,8 %
	— 12 1/2	» » »	+ 1,8 %.

Si le change sur Paris n'était coté que pour le papier long, il serait facile de se tromper et de prendre ce mouvement des effets à 3 mois pour une hausse du change. En réalité, il n'y a eu ni hausse ni baisse, mais simplement une divergence plus accentuée entre

les deux cours, due à l'élévation de l'escompte à Paris.

Voici encore un cas où, si nous ne faisions attention qu'au prix du papier long, nous pourrions être induits en erreur :

1888	3 mois	chèques.	escompte
	fr.	fr.	
2 février	25,45	25.25	2,6 %
16 février	25,45	25,27 1/2	2.2 %
	» » »	+ 2, 1/2	— «, 4 %

Le change a haussé, puisque le chèque gagne 1 0[00 : d'où vient que le papier long n'a pas suivi ? C'est que sur l'effet à trois mois, la hausse a été juste compensée par un abaissement simultané du taux de l'escompte à Paris.

Il est donc certain que la hausse ou la baisse du change affecte en même temps et dans la même proportion le papier long et le papier court : seulement sur celui-ci, l'effet en est immédiatement visible, tandis que sur l'autre, des influences contraires peuvent souvent le dissimuler. Le prix du chèque est ainsi l'étalon des variations du change, et lorsque le prix du papier long est seul connu, il convient tout d'abord de faire abstraction des influences adventices avant de pouvoir juger de la marche réelle des changes.

Si Londres cotait le chèque sur toutes les places étrangères, on n'aurait pas à s'inquiéter des écarts du

papier long ; mais comme il est, dans bien des cas, le seul dont on connaisse le cours officiel, et que les courtiers refusent de rendre son prix intelligible par l'indication du taux d'escompte qui lui sert de base, l'étude raisonnée des changes présenterait souvent des difficultés insurmontables, si l'on en était réduit aux renseignements de la cote de Londres. Fort heureusement, il existe un moyen plus simple : toutes les places étrangères cotent le chèque sur Londres, et il suffit de suivre ces cotes dans les télégrammes de l'agence Reuter pour se rendre immédiatement compte des fluctuations du change.

Revenons maintenant à la corrélation que nous avons constatée entre les fluctuations du change et la plus ou moins grande cherté des capitaux. C'est un rapport de cause à effet, dont le lien est l'or. Nous savons que l'escompte de la Banque d'Angleterre d'abord, ensuite et par réflexion celui du marché libre (1), se règlent sur les mouvements d'importation et d'exportation du métal. Mais ces mouvements eux-mêmes dépendent de l'offre plus ou moins abondante d'effets sur l'étranger, ou, en d'autres termes, du cours du change. Comme on le pressent, cette corrélation se remarquera davantage lorsque le change approche du point d'or ; mais en tout temps l'on peut noter une certaine sympathie, et l'on peut poser en principe que

(1) Nous avons vu les moyens que la Banque emploie pour forcer le marché à la suivre.

l'escompte tend à devenir moins facile lorsque les cours des changes baissent, et à s'améliorer lorsqu'ils montent : si bien que dans l'esprit du public anglais, la hausse des cours signifie argent abondant et bon marché, tandis que la baisse représente un drainage possible de l'or et le renchérissement des capitaux.

Pour les autres pays qui cotent les changes dans leur monnaie nationale, comme la France par exemple, les cours en baisse signifient importation possible d'or ; les cours en hausse, exportation de numéraire et prime sur l'or. Cette différence n'affecte nullement le fond des choses et provient uniquement de la méthode suivant laquelle le cours du change est exprimé.

Les engagements internationaux que les lettres de change servent à régler sont trop vastes et trop compliqués pour pouvoir être aperçus dans leur ensemble ; il est donc souvent impossible de remonter jusqu'à la cause première d'un mouvement du change. Mais les principes généraux qui déterminent de pareilles fluctuations sont cependant utiles à connaître.

Demandons-nous d'abord pour quels motifs on achète des lettres de change, et pourquoi les acheteurs sont plus nombreux tel jour que tel autre ? toute demande d'effets sur un pays étranger implique la volonté de transporter de l'argent dans ce pays. On pourrait bien envoyer de l'or, de l'argent ou des titres, mais on devrait supporter des frais d'emballage, de port et d'assurance, sans compter les soucis et les risques. Le mode le plus

simple et le moins cher de faire voyager l'argent, c'est d'acheter un bon effet et de le remettre à son correspondant. Par conséquent, plus violent sera le courant du capital qui s'écoule, plus forte sera la demande en effets sur l'étranger, et plus chers ils seront. Au contraire, si l'étranger nous envoie plus d'argent que nous ne lui en remettons, les effets sur Londres seront chers sur le continent et les effets sur le continent bon marché à Londres. Ainsi le change est le signe extérieur et visible de deux grands courants de capital coulant en sens opposé, entre deux nations, et il est *nécessairement toujours favorable à celle des deux qui reçoit le courant le plus fort.*

Par exemple, si le change sur la France est défavorable à l'Angleterre (c'est dire au-dessous de 25 fr. 22 c.), C'est une preuve irréfragable que nous envoyons à la France plus d'argent qu'elle ne nous en envoie. Si le change est favorable (au-dessus de 25 fr. 22 c.), c'est le contraire qui a lieu.

Les raisons pour lesquelles on cherche des remises sur l'étranger sont très nombreuses ; la plus naturelle, celle qui se présente immédiatement à l'esprit, est la nécessité de payer une dette. Aussi parmi les influences qui agissent sur l'état des changes, on range d'ordinaire en première ligne la balance du commerce, c'est-à-dire le solde débiteur ou créditeur qui résulte de l'excédent des importations ou des exportations.

Sans doute les demandes des négociants qui veulent

régler leurs importations exercent une grande influence sur le prix des effets, mais nous n'en possédons aucun critérium certain. *Le Conseil du commerce* publie la statistique *ad valorem* des importations et des exportations, et comme nous devons indubitablement payer les unes et être payés des autres, cette information devrait pouvoir nous servir de base utile. Il n'en est rien : et si la statistique nous apprend que pendant le dernier mois les importations d'Allemagne ont augmenté et que les exportations dans le même pays ont diminué, il serait absurde d'en conclure que le change sur l'Allemagne va devenir défavorable.

Une partie de ces marchandises que l'Allemagne a envoyées en Angleterre ne sera payable que dans quelques mois, à un moment où la situation peut avoir complètement changé ; une autre partie aura été expédiée en consignation et le prix n'en deviendra exigible qu'au fur et à mesure de la vente.

D'autre part, des remises considérables arrivent à Londres pour des marchandises qui n'ont jamais touché les rivages anglais : les traites sur Londres étant universellement recherchées, le nom et le crédit de ses grands banquiers accepteurs étant connus dans le monde entier, il en résulte qu'un effet sur Londres vaudra toujours plus en règle générale qu'un effet tiré sur un banquier du continent. Donc, si l'Allemagne importe du café de Rio, ou du coton de la Nouvelle-Orléans, il est certain que le moyen le plus avantageux de liquider ses

importations sera d'ouvrir à ses vendeurs des crédits de remboursement sur les banquiers de Londres. Ainsi, ce café qui a fait le voyage de Rio à Hambourg sans même toucher les côtes d'Angleterre, sera payé au Brésil par Londres, et à son tour l'Allemagne paiera Londres : de telle sorte que le change sur le Brésil sera défavorablement affecté , tandis que le change sur l'Allemagne deviendra dans la même mesure favorable.

Il faut aussi tenir compte de l'intérêt des milliards que l'Angleterre a prêtés au dehors, et qui peut compenser pour partie la valeur des produits reçus. De plus, les Anglais sont les grands entrepreneurs de transport du monde, et ils acquièrent ainsi une lourde créance sur les autres nations.

En dernier lieu, la statistique des importations et des exportations ignore les transactions en titres étrangers. Les pays pauvres empruntent sans cesse à leurs voisins plus riches. L'Italie exporte des obligations de chemins de fer aussi bien que des vins ; la République argentine exporte des cédules en même temps que de la laine et des conserves : si nous consentons à acheter ces titres, il faudra les payer, et chaque nouvelle émission à laquelle nous prenons part influence les changes.

Pour conclure, les éléments dont se composent ces deux courants opposés de capitaux dont le prix du change est la résultante, sont trop multiples et trop

variables pour qu'il soit possible de mesurer leur masse relative et d'en prévoir l'effet. La véritable balance internationale demeurera toujours un secret pour nous.

CHAPITRE SIXIÈME.

Les changes européens obéissent surtout à l'influence du prix de l'argent dans les différents pays. — Pourquoi ? — Les lettres de change comme placement de capitaux flottants. — Comment se gagne l'intérêt sur une lettre de change. — Lorsque l'argent sur la place de Londres est plus cher que sur le continent, les banquiers étrangers font des placements en effets sur Londres, et le change devient favorable. — Les opérations d'arbitrage n'ont pas d'influence sur le cours du change.

L'intensité relative de la demande à Londres d'effets sur un pays étranger pour payer les achats des matières premières et des titres importés, comparée avec la demande dans ce pays étranger de papier sur Londres, pour solder le prix des objets manufacturés exportés, l'intérêt des titres possédés en Angleterre, et le fret, constituent la cause naturelle et primordiale des fluctuations du change entre les deux pays. Mais il est des cas, surtout en ce qui concerne les nations européennes, où l'influence de la balance internationale est amoindrie et même annihilée par une autre qui devient toute-puissante.

Il est même possible de classer les changes d'après

les influences spéciales auxquelles ils obéissent, et on les voit alors se diviser en trois groupes.

CHANGE SUR		GOUVERNÉ PAR
la France l'Allemagne la Hollande la Belgique la Suisse	*Changes en monnaie d'or*	*L'intérêt comparé des capitaux, modifié par la Balance Internationale.*
le Danemark la Norwège la Suède les Etats-Unis	*Changes d'or.*	La Balance Internationale.
l'Italie l'Espagne le Portugal la Russie la Grèce l'Inde le Brésil l'Argentine, etc.	*Changes en argent ou en papier.*	Les fluctuations dans la valeur de la monnaie, et la Balance Internationale.

On voit que les principaux changes européens, ceux qui touchent l'Angleterre de plus près, et avec lesquels elle a les relations les plus fréquentes, forment un groupe à part, caractérisé par ce fait que leurs variations dépendent moins de la *balance internationale* que de la *valeur relative des capitaux*. Ce nouveau facteur du problème demande quelques explications.

Dans les pays les plus riches de l'Europe, où la banque et le crédit sont très développés et où l'épargne tend sans cesse à s'accumuler plus vite que les placements, l'une des fonctions propres du banquier est de

recevoir les capitaux disponibles de ses clients, jusqu'à ce qu'un emploi définitif leur ait été donné. La première obligation du banquier doit être de conserver la masse de ces capitaux sous une forme facilement réalisable. La possibilité de les convertir en numéraire sans difficulté, sans perte, et sans délai, constitue la condition nécessaire de l'emploi de ces fonds ; les indisponibiliser dans des hypothèques, des spéculations foncières ou des prêts sur marchandises, serait aller au-devant d'un désastre.

Or, de toutes les valeurs portant intérêt, la lettre de change est la seule qui réalise toutes ces conditions dans leur plénitude : si elle est bien choisie, elle offre autant de sécurité que n'importe quel placement, et elle jouit en outre de la propriété précieuse de se transformer d'elle-même en numéraire, automatiquement et au pair. Un banquier qui a un bon portefeuille, peut, en cas de danger, réunir des sommes importantes en laissant simplement ses effets s'écouler sans les renouveler. Aussi ce mode de placement est en grande faveur auprès des banquiers ; il forme la moelle de leur actif, et cela non seulement en Angleterre, mais aussi sur le continent, avec cette différence que le banquier anglais ne prend que du papier anglais, tandis que ses confrères étrangers sont moins exclusifs et admettent dans leur portefeuille le papier étranger à côté du papier national.

Les effets sur l'étranger, envisagés comme placement,

sont étrangement négligés par les banquiers anglais. Cette exclusion tient-elle aux difficultés techniques qui sont inséparables des questions de change, ou au préjugé insulaire qui fait envisager avec défiance tout ce qui n'est pas anglais ? il serait difficile de le dire. Quoi qu'il en soit, il est certain que dans tout le Royaume-Uni, Londres excepté, aucune traite payable à l'étranger ne figure dans le portefeuille d'un banquier, et que même à Londres, ce genre d'effets est presque exclusivement centralisé chez les *banquiers internationaux*.

Il n'en est pas de même sur le continent. Non seulement dans les Capitales, mais dans toutes les places importantes, les banquiers achètent et mettent en portefeuille des effets sur les autres pays, et, toutes choses égales d'ailleurs, ils préfèrent naturellement *ceux qui rendent le plus*. Ceci est de la plus haute importance, car, dès que le taux de l'intérêt devient plus rémunérateur sur le marché de Londres que sur les places du continent, les banquiers de France, d'Allemagne, de Belgique et de Hollande commencent aussitôt à liquider leurs effets sur les autres pays (soit en les vendant, soit en les laissant arriver à échéance) pour les remplacer par du papier sur Londres. Ils créent ainsi une demande qui peut s'élever à plusieurs millions sterling et qui enlève le change. De même, si le taux de l'intérêt cesse d'être tentant à Londres, on voit les changes devenir très vite défavorables, parce

qu'à l'étranger les banquiers se débarrassent de leur papier anglais pour acheter des valeurs plus rémunératrices.

Pour rendre plus intelligibles ces opérations des banquiers, il ne sera pas inutile d'expliquer exactement de quelle manière l'intérêt est gagné sur une traite et comment ce gain est affecté par les mouvements du change.

Prenons le tableau des cours du change sur Paris en 1888 (graphique n° 14). Le 1er mars, la Banque de France escomptait à 2 ½ % et le marché libre de Paris à 2 ¼ % ; le change sur Paris était à Londres de 25,30 pour le chèque et 25,46 ¼ pour le papier long. Supposons maintenant qu'à cette date on ait placé £. 1000 en un effet de 3 mois sur Paris :

£. 1000 à 25,46 ¼ = 25462 fr. 50 c., valeur 1er juin et qu'on ait vendu cet effet le 31 mai au prix du chèque, lequel valait encore 25,30. On obtiendra pour l'effet de 25462,50 :

Francs 25462,50 à 25,30 = £. 1006 — 8 sh. 5 p., ce qui représente, en laissant de côté le timbre et les menus frais, un intérêt de 2 ½ % l'an. C'est exactement le bénéfice auquel on pouvait s'attendre lorsque l'opération a été entreprise.

Maintenant supposons que notre effet a été acheté le 5 janvier 1888. 5 janvier — Paris — Escompte en Banque — 3 % — hors Banque 2 ⅝ % = Change long — 29,53 ¾ — Chèque, 25,33.

£. 100 à 25, 53 $\frac{3}{4}$ = 25537,50, valeur 5 avril, et vendu au commencement d'avril au prix du chèque qui était alors 25,26 $\frac{1}{4}$.

Francs 25,537,50 à 25,26 $\frac{1}{4}$ = £. 1010 — 17 sh. 9 p.

Dans l'intervalle, le change est devenu moins favorable à l'Angleterre, de sorte qu'en plus des 0,20 c. par livre sterling qui représentait l'intérêt, on gagne encore 7 c. $\frac{1}{2}$ sur le cours primitif, soit en tout 0,27 c. $\frac{1}{2}$ par livre sterling ou plus de 4 $\frac{1}{2}$ % l'an.

En dernier lieu, mettons l'achat au 28 juin. — Paris. Banque 2 $\frac{1}{2}$ % — Marché 2 3[8 %.

Change long 25,46 $\frac{1}{4}$ — Court 25,27 $\frac{1}{2}$

£. 1000 à 25,46 $\frac{1}{4}$ = 25,462,50, valeur 28 septembre et la revente au 27 septembre.

27 sept. — Change long 25,66 $\frac{1}{4}$ — Vue 25,43 $\frac{3}{4}$.

Francs 25462,50 à 25,43 $\frac{3}{4}$ = £. 1000 19 sh. 8 p.

Ici le change s'étant retourné en faveur de l'Angleterre, le cours est monté de 25,27 $\frac{1}{2}$ à 25,43 $\frac{3}{4}$, diminuant ainsi de 16 centimes $\frac{1}{4}$ le bénéfice probable qui était de 0,18 $\frac{3}{4}$. On gagne donc en tout 2 centimes $\frac{1}{2}$ par livre sterling, c'est-à-dire moins d'$\frac{1}{2}$ %.

Ces exemples suffisent pour montrer que dans un placement en papier étranger l'intérêt se gagne en achetant les effets à trois mois d'échéance au prix du change long et en les revendant à l'échéance au prix du change court, la différence des deux prix constituant le bénéfice par livre sterling. On voit aussi que jusqu'à la revente, on ne sait jamais comment l'opé-

ration tournera. Le bénéfice probable sur lequel l'acheteur s'est basé, à savoir l'écart actuel entre le cours du papier long et celui du chèque, peut augmenter ou s'évanouir suivant que, dans l'intervalle de la revente, le change est devenu défavorable ou favorable.

Il y a donc dans les opérations de ce genre une part d'aléa qui explique peut-être jusqu'à un certain point la défiance que les effets sur l'étranger inspirent aux banquiers anglais. Cet aléa est cependant très faible, puisque ces effets n'entrent dans un portefeuille que si leur rendement probable est supérieur à celui qu'on pourrait trouver sur la place même ; qu'on peut les revendre à tout instant, et qu'enfin les oscillations du change sont contenues dans des limites étroites qui tendent toujours à se faire contrepoids à elles-mêmes.

Les banquiers du continent commencent à rechercher le papier anglais dès que l'escompte sur la place de Londres est plus cher que chez eux ; mais l'influence de leurs achats n'apparaît dans sa plénitude qu'au moment où l'escompte du meilleur papier de banque à Londres dépasse l'escompte du papier correspondant à l'étranger. La haute banque de Paris, de Berlin... etc., veut du papier de première classe, quitte à le payer ; elle préfère la qualité à la quantité, et aime mieux acheter une seule traite de 250000 fr. sur une maison de premier ordre en ne gagnant que 3 %, que d'encombrer son portefeuille de 100 petits effets de 2500 fr., rendant 4 % d'intérêt. Par conséquent, la

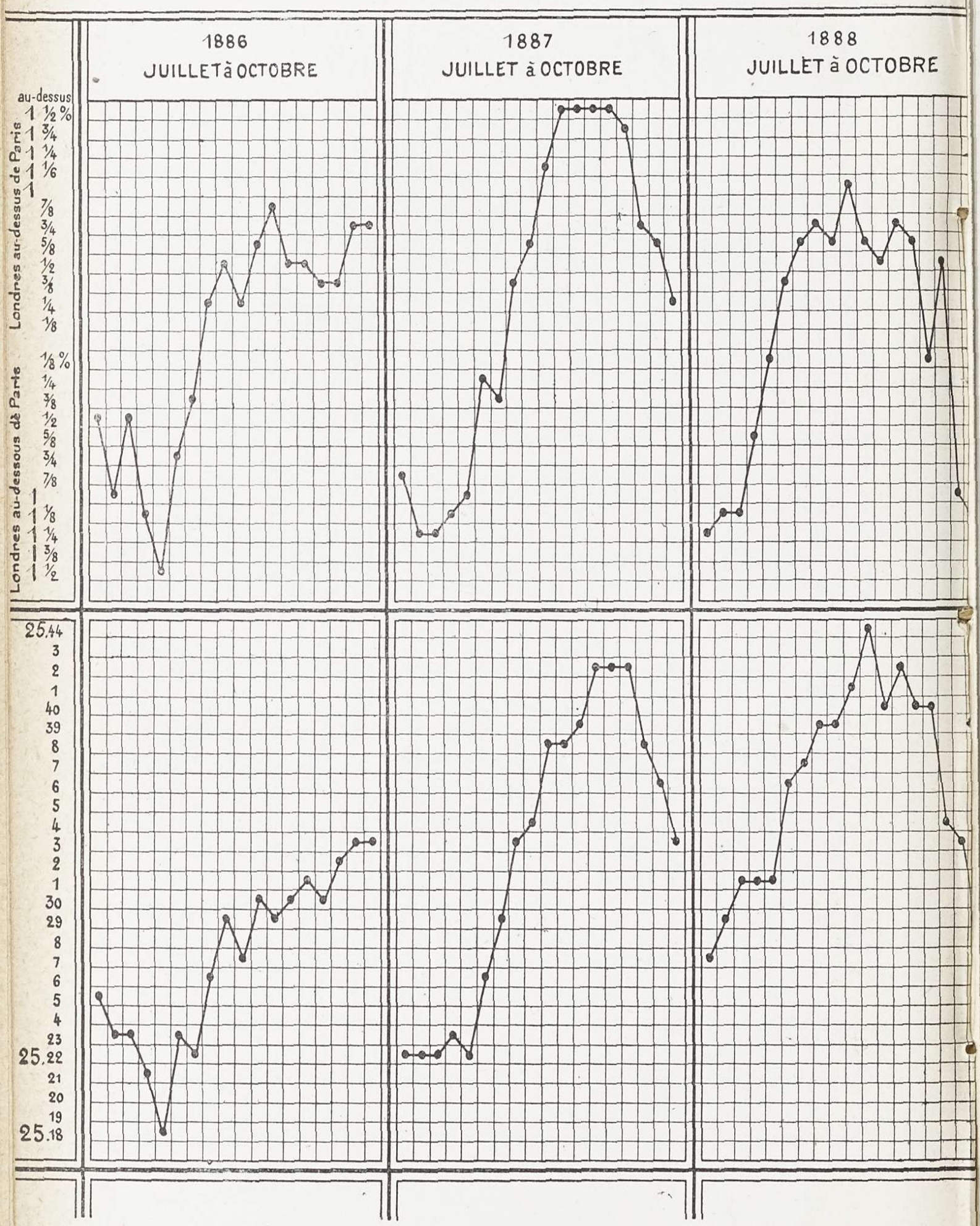
demande réellement intéressante d'effets sur Londres, celle qui porte sur des sommes assez fortes pour remuer le cours des changes, dépend du taux d'escompte du meilleur papier de banque sur le marché de Londres. Plus cette hausse s'accentue, plus les banquiers étrangers achètent, et plus le change devient favorable ; finalement, si le maintien de l'escompte à des prix élevés continue à attirer les capitaux, le change peut atteindre le pair des espèces, et l'importation de l'or commencera.

Le mouvement du change dans des circonstances semblables provient autant des ventes d'effets sur le continent à la Bourse de Londres, que des achats de papier sur Londres dans les bourses étrangères ; en effet, l'offre de bon papier sur Londres étant limitée, les banquiers qui veulent profiter de l'intérêt élevé que leur promet le marché anglais donnent l'ordre à leurs correspondants de Londres d'acheter pour leur compte des effets anglais, et de tirer sur Paris pour le montant de ces achats. L'offre de ces traites sur le change de Londres produit le même effet qu'une demande à Paris de traites sur Londres, c'est-à-dire que le papier sur Londres devient plus cher à Paris, tandis que le papier sur Paris devient meilleur marché à Londres : les deux mouvements en sens inverse sont simultanés et identiques. Il est à peine nécessaire d'ajouter que le prix du Londres, à Paris, ne diffère jamais beaucoup de celui du Paris, à Londres, et que

les deux places étant reliées par le télégraphe, le prix sur l'une ne peut changer sans que l'autre suive immédiatement. S'il en était autrement, il serait trop facile de faire un bénéfice sur la différence.

Si, par exemple, Paris cotant Londres 25 fr. 23, Londres cotait Paris 25 fr. 20, je ferais immédiatement l'opération suivante : je vendrais à Londres du papier sur Paris (en tirant sur mon correspondant de Paris) et à Paris du papier sur Londres (en télégraphiant à mon correspondant de tirer sur moi) ; je vendrais mon effet sur Paris, mettons 25200 fr. pour 1000 £., et je serais débiteur de Paris de 25200 francs ; mais la traite de mon correspondant parisien, mettons de 1000 £., produirait à Paris 25230 fr. à mon crédit, et serait payée à Londres avec 1000 £. : mon gain net serait 30 francs. Ces opérations d'arbitrage menées sur une grande échelle ne tarderaient pas d'ailleurs à niveler les cours du change, car les ventes du Londres, à Paris, tendraient à faire baisser le cours à Paris, tandis que les ventes du Paris, à Londres, tendraient à le faire monter à Londres.

GRAPHIQUE N° 15.



DIFFÉRENCE ENTRE LE TAUX MOYEN DE L'ESCOMPTE A LONDRES ET A PARIS, COMPARÉE AVEC LE PRIX A PARIS DU CHÈQUE SUR LONDRES.

CHAPITRE SEPTIÈME

Exemple de l'effet produit par une différence dans l'intérêt des capitaux à Paris et à Londres. — Les banquiers étrangers ne font de placements en effets sur Londres que si le crédit est bon. — L'élévation de l'escompte ne produit aucun effet si le crédit est mauvais. — L'effet produit sur le change par une élévation du taux de l'escompte n'est pas toujours identique à lui-même.

En illustration de cette loi économique qui veut que les capitaux étrangers soient attirés par un revenu élevé, et pour prouver l'influence de cet afflux sur le cours des changes, nous comparons dans le tableau en regard le prix du chèque à Paris avec la différence des taux d'escompte de Londres et de Paris. Ce tableau s'applique, pendant les années 1886, 1887, 1888, à une période de 18 semaines à partir du 1er juillet. Les lignes de ce tableau démontrent éloquemment avec quelle rapidité et quelle sûreté le capital se dirige vers le pays qui lui offre l'emploi le plus rémunérateur, mais de plus elles permettent de mesurer pendant ces périodes l'état de la balance internationale. En 1886, par exemple, nous sommes fondés à croire que les engagements des deux nations étaient à peu près égaux ; car, au moment où l'escompte est au

même taux dans les deux pays, et où par conséquent il ne peut plus influer sur le change, nous le trouvons au pair ; la hausse qui se manifeste ensuite est évidemment due à l'élévation du taux de l'escompte qui s'est produite à Londres.

D'autre part, en 1887, il est évident que la France est fortement endettée vis-à-vis de l'Angleterre. Pendant tout le mois de juillet, l'escompte est de 1 % plus cher à Paris qu'à Londres.

Londres. Taux du marché libre.	1 3/8 %.
Effets à trois mois sur Paris.	25 fr. 41 1/4
Moins le timbre.	1 1/4
	25 fr. 40 c.
Chèques sur Paris.	25 fr. 22 1/2
Différence.	0 fr. 17 1/2

Ce qui équivaut à 2, 4/5 %.

Les effets sur la France auraient dû être demandés et le change aurait dû devenir défavorable à l'Angleterre ; le fait qu'il s'est maintenu au pair prouve que la demande de papier français à Londres était contrebalancée par une demande correspondante sur le marché de Paris de papier anglais destiné à payer des marchandises ou des titres. A mesure que l'argent devint plus cher à Londres, la demande de papier sur Paris diminua et l'équilibre fut rompu ; le change devint alors favorable à l'Angleterre et lorsqu'au mois d'août, l'escompte étant arrivé au même prix à Londres qu'à Paris, la balance internationale put produire son

plein effet, le change était déjà à 25 fr. 32, soit de dix points en faveur de l'Angleterre. Mais la hausse de l'escompte à Londres ne s'arrêta pas, et bientôt, aux demandes d'effets sur Londres par les négociants et les agents de change parisiens, s'adjoignirent les demandes des banquiers français pour leur portefeuille, si bien que le chèque sur Londres monta à 25 fr. 42, une hausse de 0,20 c. en huit semaines.

Vers la fin de septembre, l'escompte était revenu à peu près au même niveau sur les deux places ; néanmoins le chèque ne baissa pas au-dessous de 25 fr. 33, (11 points en faveur de l'Angleterre). Ce qui démontre que la France avait encore une lourde facture à payer.

Il en est de même en 1888, année marquée en France par une extravagante spéculation à la hausse ; valeurs internationales, actions de cuivre, furent achetées en masse à la fois par le public et par les grands spéculateurs. Une grande partie de ces titres fut achetée à Londres, qui devint créancier de Paris pour de grosses sommes. Aussi, lorsque l'intérêt des capitaux fut devenu plus élevé à Londres, et qu'à la demande déjà intense de remises sur l'Angleterre vint s'ajouter la recherche des banquiers en quête de placements, ces deux influences combinées firent monter le change à 25,44, cours qui n'avait pas été vu depuis longtemps.

Il est inutile de provoquer dans un pays le renchérissement de l'argent, dans le but d'attirer les capitaux

flottants étrangers, si l'on n'a pas à leur offrir en même temps que le profit, la *sécurité* Si une hausse du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre produit sur les changes les effets que l'on a vus, cela tient à la confiance universelle qu'inspire le crédit anglais. Mais supposons que le crédit vienne à être ébranlé (par une grande faillite, par exemple), aussitôt la hausse de l'escompte perdra son influence magique et les capitalistes étrangers hésiteront, malgré l'appât d'un revenu considérable, à nous confier leurs fonds disponibles. Nous savons que pour renforcer sa Réserve, la Banque d'Angleterre a besoin d'attirer l'or étranger ; mais c'est en vain que, dans ce but, elle élèvera son escompte si l'état général du crédit n'est pas satisfaisant, et si le continent a des doutes sur la solvabilité des accepteurs anglais. On en a eu la preuve en 1866, où, malgré un intérêt de 10 %, le change sur Paris est resté pendant trois mois défavorable à l'Angleterre.

Toute question de crédit mise de côté, il faut en outre observer que le change n'est pas toujours affecté dans la même mesure par un même écart des prix de l'escompte entre deux places, mais que l'intensité du mouvement varie avec les circonstances. Si l'escompte est à Londres à 1 % au-dessus de Paris, il est à peu près certain que les placements des banquiers français en papier anglais se traduiront sur le cours du change ; mais personne ne peut prédire à coup sûr l'intensité de la hausse. Elle peut être de dix points, ou seulement

de deux : cela dépendra d'autres influences qui sont toujours en jeu et qui peuvent accélérer ou entraver le mouvement. Les achats des banquiers seront eux-mêmes plus ou moins importants suivant la condition des marchés européens, suivant l'état de leurs propres disponibilités et les emplois plus ou moins avantageux qui leur sont offerts sur place.

CHAPITRE HUITIÈME.

Pourquoi la Banque espère déterminer des importations d'or par une hausse du taux de son escompte. — Un escompte élevé finit toujours par attirer l'or. — Aussitôt que l'or arrive, l'escompte devient moins *cher, et les changes* moins favorables.

Pour résumer le résultat de nos recherches sur les influences auxquelles obéissent les principaux changes européens, nous voyons que l'amplitude de leurs oscillations dépend de la combinaison de deux forces distinctes qui tantôt s'unissent et tantôt se neutralisent, la *balance internationale* et la *valeur comparée des capitaux*, et qu'à la différence de la première, la seconde de ces deux forces dépend de conditions connues et susceptibles de réglementation artificielle.

On distingue maintenant pourquoi la Banque d'Angleterre, en élevant son escompte officiel, espère amener des importations d'or. Voici en détail son raisonnement : Si l'escompte de la Banque s'élève, le marché suivra, et, au besoin, nous saurons l'y contraindre. Si le marché de Londres escompte le meilleur papier à trois mois, plus haut que le prix correspondant sur les places du continent, les capitalistes étrangers placeront

probablement une grande partie de leurs fonds disponibles en papier sur Londres. Si, par suite de cette absorption, les remises sur l'Angleterre deviennent rares et chères à l'étranger, il est probable qu'une partie des sommes qui lui sont dues lui seront envoyées en or. En d'autres termes, en forçant la valeur de l'argent, la Banque d'Angleterre espère retourner les changes en sa faveur, et les pousser jusqu'au point d'or.

Aucune résistance n'est en général opposée jusqu'au moment où le but est près d'être atteint. Pourvu que l'état du crédit soit bon, une élévation de l'escompte est presque invariablement suivie d'une hausse des changes ; mais on voit se produire non moins invariablement un brusque recul au moment même où les importations d'or sont sur le point de commencer. C'est qu'outre les lettres de change et les métaux précieux, il existe un troisième moyen de remises constitué par les valeurs dites internationales. Certains fonds italiens, égyptiens, russes, argentins, etc., sont cotés sur les principales Bourses étrangères aussi bien qu'à la Bourse de Londres : il est donc possible de les acheter dans un pays et de les revendre dans un autre à des prix sensiblement égaux, et par conséquent de s'en servir pour la transmission des capitaux. Mais comme cette opération implique des frais d'assurances, deux courtages, et une perte possible sur les prix de revente, on n'a intérêt à y recourir que si les effets sont

extraordinairement chers : il en coûte en fait presqu'autant pour expédier des titres que pour expédier de l'or. Cependant, lorsqu'un change en hausse s'arrête brusquement juste au-dessous du point d'or, il est permis d'en conclure que l'arbitrage des titres commence à devenir avantageux.

Il convient aussi de remarquer qu'un change très haut (favorable) provoque des spéculations à la baisse. Lorsque le change sur la France est à 25 fr. 40 (le change des effets longs étant de 25 fr. 40 plus l'intérêt), la marge à la hausse est très étroite et les chances de baisse sont plus fortes. Profitant de ce bon marché exceptionnel des effets sur la France, les spéculateurs de Londres en achèteront beaucoup, dans l'espérance d'en tirer un prix plus élevé lorsque le change sera devenu moins favorable, et cette recherche à Londres d'effets sur Paris contrebalancera la demande à Paris d'effets sur Londres.

Quelles que soient, du reste, les résistances qui lui soient opposées, un taux d'escompte finit toujours par les vaincre : tôt ou tard, l'or arrive d'un point ou d'un autre ; il peut mettre longtemps à se décider, mais on sait par expérience qu'il finira par venir.

Comme une augmentation de l'encaisse doit amener tôt ou tard une diminution de l'escompte officiel, on comprend l'attention qu'apportent les banquiers escompteurs aux moindres signes d'une importation d'or. Dès que le change approche du point d'or, on voit

ses moindres oscillations se refléter sur le taux de l'escompte du marché libre. Si le change continue à gagner, l'escompte fléchit par suite de la concurrence des banquiers désireux de s'assurer le plus grand nombre d'effets possible avant la baisse qu'ils prévoient. Si le change devient moins favorable, l'escompte se resserre, parce qu'on craint que la Banque ne soit forcée de donner un nouveau tour de clef. Le rapport devient parfois si intime qu'il est difficile de distinguer entre la cause et l'effet, et de dire si c'est le change qui gouverne l'escompte ou si c'est l'escompte qui réagit sur le change.

Dès que la nouvelle d'un arrivage d'or est connue sur le marché, l'escompte fléchit plus ou moins suivant l'importance de l'envoi et l'abondance des capitaux flottants : aussitôt les changes deviennent moins favorables. En effet, le revenu du papier anglais ayant diminué, les cours ne sont plus soutenus par les achats des banquiers étrangers ; la baisse est en outre précipitée par les ventes des spéculateurs qui veulent réaliser leur gain.

CHAPITRE NEUVIÈME.

Le marché monétaire subit seulement l'influence des changes d'or. — Exemples de changes qui ne remplissent pas cette condition. — Les principaux changes d'or. — Beaucoup de changes sont toujours en faveur de l'Angleterre. — Comment s'expliquent les retraits d'or que subit la Banque d'Angleterre. — Entrées exceptionnelles.

Dans les explications qui précèdent, nous avons admis, pour aller plus vite, que le prix de l'argent obéissait à l'influence de tous les changes indistinctement. Mais, en réalité, le marché ne se préoccupe que de ceux dont les mouvements sont capables d'amener l'or, et fort peu remplissent cette condition. Bien évidemment, l'or ne peut être obtenu que des pays qui le possèdent et qui consentent à le donner ; à moins qu'il n'existe des mines, cet or doit être pris dans la circulation ou dans la réserve de la banque nationale ; par conséquent, vis-à-vis d'un pays qui n'a pas de mines, qui n'a pas du tout ou fort peu d'or en circulation, et qui refuse d'ouvrir sa caisse centrale, le change a beau se tenir au pair théorique des espèces, il n'en résulte rien.

Nous pouvons citer comme exemple le change avec la Grèce ; le système monétaire de la Grèce étant théo-

riquement identique à celui de la France, le pair de la monnaie avec la livre sterling est de 25 fr. 22 c., et le pair nominal des espèces serait d'environ 1 % plus élevé (25 fr. 47 c.) ; mais comme la Grèce n'a qu'une circulation forcée de papier déprécié et qu'elle ne peut donner de l'or, nous voyons le change à 30 fr. 22 c., c'est-à-dire de 20 % au-dessus du pair.

Il est également impossible d'obtenir de l'or de l'Italie ; la circulation italienne consiste uniquement en billets remboursables à vue en or ou en argent. Peut-être la Banque nationale donnerait-elle de petites sommes en or, mais elle opposerait une fin de non-recevoir absolue à des demandes importantes pour l'exportation. Dans des cas pareils, le change est sujet à des fluctuations considérables, car la valeur du papier-monnaie est à la merci de tous les embarras politiques et financiers du gouvernement émetteur.

Les changes qui font arriver l'or à la Banque d'Angleterre peuvent, dans la pratique, se réduire à trois : ceux de France, d'Allemagne et des Etats-Unis (1). Ces trois opulentes nations possèdent un stock d'or considérable, et toutes trois peuvent subir, sans presque s'en apercevoir, la perte d'une cinquantaine de millions. Des chargements d'or arrivent aussi d'Australie

(1) La France et les Etats-Unis possèdent le double étalon en ce sens que l'argent a cours légal comme l'or ; mais en pratique c'est ce dernier métal qui sert à mesurer le prix de toutes choses, et ces deux pays se comportent comme s'ils avaient l'étalon unique d'or.

et de l'Afrique du Sud, mais non par l'action du change : ces pays envoient à Londres l'or extrait de leurs mines comme ils enverraient du cuivre : c'est pour eux un article courant d'exportation.

Si nous examinons maintenant quels sont les pays au profit desquels un change défavorable fait perdre l'or à la Banque d'Angleterre, nous trouvons encore au premier rang la France, l'Allemagne et l'Amérique. Quelquefois l'Angleterre est leur créancière, et elle en est payée en or ; d'autres fois elle devient leur débitrice et elle doit leur en envoyer. Les autres nations du monde achètent et empruntent si largement à l'Angleterre que les changes sont presque toujours en faveur de Londres. Dans des circonstances exceptionnelles, comme l'émission d'un emprunt étranger, il peut arriver qu'à Londres le change sur le pays emprunteur arrive aux environs du point de sortie de l'or ; mais ce cas se présente très rarement.

S'il en est ainsi, comment expliquer les fréquents assauts que la Banque d'Angleterre subit de toutes les parties du monde ? La réponse est simple : la majeure partie de ces retraits ne provient pas d'opérations de change, mais représente des expéditions sur commande. Un gouvernement étranger a besoin d'une certaine quantité d'or pour un motif quelconque — probablement pour servir de base à de nouvelles émissions de papier-monnaie, et il ordonne à ses banquiers de lui acheter cet or au meilleur prix : ceux-ci transmettent

cet ordre à leur correspondant de Londres, qui l'exécute en achetant des lingots à la Banque. Une opération de cette nature ne dépend en rien de la condition des changes ; elle peut être facilitée par un change favorable, mais non empêchée par un change contraire, car l'Etat qui a besoin d'or n'hésitera pas à se le procurer coûte que coûte. Londres étant la seule place où l'on est toujours sûr de trouver de l'or, est aussi celle qui supporte tout le poids des besoins d'or du monde entier.

Si toutes les pertes d'or subies par la Banque d'Angleterre ne doivent pas être attribuées à l'action des changes, on peut en dire autant de ses gains. Souvent, lorsqu'une grosse émission se prépare, on annonce d'importants arrivages d'or. Les grandes opérations financières ne peuvent réussir que si l'argent est abondant et bon marché, et bien que les puissantes maisons qui lancent l'affaire ne possèdent pas le pouvoir de multiplier les capitaux disponibles, elles peuvent tout au moins, en alimentant la Réserve, empêcher le resserrement de l'escompte sur le marché. Les importations artificielles d'or sont alors destinées à frayer le chemin et assurer le succès des émissions ou des conversions qui se préparent.

Mais ces cas sont rares et, en règle générale, le flux et le reflux de l'or est déterminé par le cours des changes de Paris, de Berlin et de New-York, qui vont faire chacun l'objet d'une étude spéciale.

CHAPITRE DIXIÈME.

LE CHANGE DE PARIS.

Pair de la monnaie. — Point d'or. — Le prix du chèque à Paris s'élève souvent au-dessus du *point d'or*. — La Banque de France met une prime sur l'or, ce qui modifie le *point d'or*. — Une forte prime rend avantageux le drainage des pièces d'or françaises. — Les limites pratiques du change français. — Inconvénients de la prime sur l'or. — Pourquoi la Banque de France ne change presque jamais le taux de son escompte.

Le pair de la monnaie entre l'Angleterre et la France est 25,22 $\frac{5}{20}$. — Mais pour simplifier on le calcule dans les affaires à 25,22 $\frac{1}{2}$.

Le transport des lingots de Londres à Paris coûte environ 10 centimes par £. sterling, et le point de sortie de l'or se tient entre 25,10 et 25,15. Au plus haut de ces deux cours, il y a, dit-on, avantage à acheter au poids des pièces d'or légères à la Banque de France et à les mettre en circulation en France ; au plus bas, il vaut mieux exporter d'Angleterre des souverains. On sait du reste que les frais de transport varient suivant l'importance de l'envoi et la situation de l'envoyeur, de sorte qu'on ne peut parler que par approximation (1).

(1) Voici sous quelle forme est établie la cote des changes sur la place de Paris. Tous les prix sont exprimés en francs et cent.

Le cours du change qui doit commencer à drainer l'or français est théoriquement 25,32 ½. Mais comme

ESCOMPTE.	CHANGES.	A 3 MOIS	COURT.	
		Valeurs se negociant à trois mois.		
3 %	Hollande	206 ¼ à 206 ¾	205 ¾ à 206 ¼ et 4 %	pr 100 florins
4 %	Allemagne	122 ⅝ » 122 ⅞	122 ⅜ » 122 ⅝ » 4 %	» 100 marks
4 %	Madrid	431 » 434	431 » 434 » 4 %	» 100 piastres
4 %	Barcelone	» » »	» » » » 4 %	» » »
6 %	Portugal	400 » 420	400 » 420 » 4 %	» 100 milreis
5 %	Vienne	210 ¼ » 211 ¼	2110 ¾ » 211 ¾ » 4 %	» 100 florins
6 ½ %	Petersbourg	240 » 242	243 » 245 » 4 %	» 100 roubles
		Valeurs se négociant à vue.		
3 ½ %	Londres	25,18 ½ à 25,23 ½	25,13 ½ à 25, 18 ½ à 3 ½ %	pr £. 1
»	» (chèque)	. . . . .	25,15 ½ » 25, 20 ½ » 3 ½ %	
3 %	Belgique	3/16 perte à 1/16	¼ p. » ⅛ à 3 %	
4 ½ %	Suisse	3/16 p. » 3/16	⅜ p. » ¼ à 4 ½ %	
5 ½ %	Italie	2 ⅙ p. » ¼	2 ¾ p. » 2 ½ » 5 ½	
4 %	New-York	515 » 520	616 ½ » 521 ½ » 4 %	pr 100 dollars

Escompte. Banque de France 3 %. Avances 3 ½ %

Cette cote est bien plus explicite que celle du marché anglais, elle est aussi plus claire ; mais quelques explications sont nécessaires pour la faire comprendre.

Les changes y sont divisés en deux groupes : dans le premier comprenant la Hollande, l'Allemagne, l'Espagne, le Portugal, l'Autriche et la Russie, tout effet, quelle que soit son échéance, est coté comme s'il était à trois mois ; s'il est plus court, la différence d'intérêt est supportée par l'acheteur. Seulement, au lieu de compter l'intérêt au taux étranger (rapporté dans la première colonne), il est d'usage chez nous de le calculer toujours au taux arbitraire de 4 %. Comme l'acheteur devrait en bonne règle payer l'intérêt d'après le taux étranger, il s'en tire en donnant un prix un peu plus fort si le taux étranger dépasse 4 %, et un peu plus faible si l'intérêt sur la place étrangère est au-dessous de 4 %. Cela explique pourquoi le papier à courte échéance est coté à part, et pourquoi sur la Hollande il est moins cher que le papier long, tandis que sur Vienne et Saint-Pétersbourg, il est au contraire plus cher.

le change reste parfois à Paris durant des mois entiers à un cours plus élevé, il faut qu'il existe quelque obstacle au drainage. Il y en a un, en effet, et c'est une prime sur l'or imposée par la Banque de France.

La Banque de France n'est pas une société purement privée, libre d'administrer dans l'intérêt exclusif de ses actionnaires. Elle est ce qu'était la Banque d'Angleterre autrefois, une institution politique, un Département de l'Etat, qui, tout en conservant une certaine indépendance, doit subordonner son action aux exigences de l'intérêt national.

En cherchant à entraver l'exportation du précieux métal, la Banque de France remplit un devoir public ; elle ne perd jamais de vue l'hypothèse d'une guerre, et considérant les seize cent millions d'or qui reposent dans ses caves comme le trésor de la France, elle croirait manquer de patriotisme si elle consentait à s'en séparer dans un intérêt purement commercial.

De plus, à la différence de la Banque d'Angleterre dont l'Encaisse se compose uniquement d'or, la Banque de France possède près de la moitié du sien en argent.

Dans la seconde division, comprenant l'Angleterre, la Belgique, la Suisse, l'Italie et les Etats-Unis, tout effet, quelle que soit son échéance, est coté aux prix du change à vue, l'acheteur bénéficiant, s'il est plus long, de la différence d'intérêt calculée sur le taux d'escompte officiel du pays étranger. Mais comme l'acheteur peut toujours obtenir l'escompte à de meilleures conditions, il en tient compte au vendeur en payant un peu plus cher le papier à longue échéance : c'est ce qui explique que le papier à trois mois ait une cote séparée.

Le stock métallique de la Banque de France se décompose ainsi :

En 1880, —	732	millions d'or	—	1230	millions	argent.
En 1885, —	1005	—	or —	1027	—	argent.
En 1890, —	1262	—	or —	1242	—	argent.
En 1893, —	1690	—	or —	1274	—	argent.

La valeur de l'argent est fixée par la loi française à un prix qui correspond au cours de 60 pence 7|8 l'once, soit à près de 50 % au-dessus de sa valeur actuelle. (En juin 1893, l'argent est tombé à 30 pence.) Or une forte proportion de cette énorme masse de métal déprécié a été achetée avant la grande baisse des prix, et si l'on venait jamais à en être réduit à l'encaisse d'argent, la perte du change français serait énorme. Le billet de la Banque de France, gagé par un métal déprécié, ne jouirait plus de son superbe crédit et subirait un agio considérable (1). On comprend donc la résistance de la Banque de France à se séparer de son or, d'autant plus

(1) La Banque de France est au capital de 182 millions, qui, augmenté des réserves, atteint 225 millions environ. La Banque de France n'est pas, comme la Banque d'Angleterre, forcée de posséder en or la contre-partie de tous ses billets, au delà d'un certain chiffre. Elle peut donc toujours, au cas d'une expansion soudaine de la circulation, venir en aide au commerce et créer des billets : en un mot, elle n'a pas à redouter cette crise qui menace l'Angleterre, lorsque le Département Commercial n'ayant plus de billets se retourne en vain vers le Département de l'Emission, qui n'a pas le droit de lui en fournir. A ce point de vue, sa constitution est certainement plus élastique que celle de la Banque d'Angleterre. Une direction admirablement prudente s'attache par-dessus tout à rendre inattaquable le crédit de la Banque de France. Comparons, en effet, l'encaisse aux engagements.

qu'en général la balance internationale penche en faveur de l'Angleterre, et que si la Banque de France s'était toujours montrée accessible aux demandes de Londres, il est plus que probable que l'or aurait disparu de ses caves et y aurait été remplacé par l'argent. Une fois de plus, la mauvaise monnaie aurait chassé la bonne.

Pour toutes ces raisons, la Banque de France n'est jamais disposée à perdre son or. Lorsqu'en présentant des billets aux guichets, on demande des louis d'or, elle se décide suivant les circonstances. Si les changes sont favorables et si l'or est demandé par un bon client qui veut l'employer dans le pays même, elle ne fera pas de difficultés de le satisfaire dans des mesures raisonnables. On dit cependant que même dans ce cas elle se paye en se faisant donner à l'escompte, au taux officiel, du papier de premier ordre : elle tire ainsi un bénéfice indirect de son or, puisqu'autrement ces effets seraient restés sur le marché.

PASSIF EXIGIBLE (MILLIONS)		EN CAISSE (MILLIONS)	
Billets en circulation. . .	3409	Or.	1693
Compte-courant du trésor.	79	Argent	1225
Comptes-courants particuliers.	386		
Divers.	61		
	3935		2968

La proportion est de 75 0/0, c'est-à-dire plus forte que celle de toute autre banque dans le monde. Si on fait valoir qu'une perte devrait être subie sur l'encaisse argent, en estimant cette perte à 568 millions (l'argent à 35 pence), on trouve que la proportion de l'encaisse aux engagements est encore de 60 0/0.

Si les changes sont contraires, la Banque ne donne plus que des pièces de 10 francs, trop légères pour pouvoir être exportées, ou bien même elle peut user de son droit et payer en pièces de 5 fr., possédant cours légal illimité. Les demandes d'or pour l'exportation sont soumises au Conseil des Directeurs, qui décide quelle prime sera mise sur les lingots et les monnaies étrangères. Cette prime varie suivant l'intensité de la demande ; elle est allée jusqu'à 10 pour 1000 ; souvent elle est prohibitive et doit s'interpréter comme un refus.

Aussitôt que la prime sur l'or se fait sentir, le point théorique de sortie de l'or s'élève dans la même proportion. Avec une prime de 4 pour mille, il faut que le change monte à 25,42 ½ pour qu'il y ait avantage à prendre de l'or à la Banque de France pour l'expédier en Angleterre.

S'il en était en France comme en Angleterre, et si le seul moyen de se procurer l'or était de le retirer de la Banque, un refus persistant de sa part équivaudrait à un retour à l'étalon unique d'argent, et le change sur la France se comporterait comme le change sur l'Inde. Ceci ne se produit pas, parce qu'en France, l'or peut toujours se prendre dans la circulation même du pays.

Le système des banques du Royaume-Uni est si perfectionné, le crédit si universellement bon, que la circulation consiste principalement en chèques. En France, au contraire, le chèque est fort peu connu et les

transactions se règlent presque toujours au moyen de numéraire. Les banquiers de Paris et d'autres grandes villes émettent des chèques, mais ceux qui les reçoivent les considèrent moins comme une *monnaie*, que comme un *mandat* qu'ils vont immédiatement encaisser en numéraire. Les paiements sont partout effectués en billets de Banque ou en pièces d'or, et comme des billets faux ont été quelquefois introduits dans la circulation, l'or est en général préféré. Aussi la circulation d'or atteint en France (d'après les calculs de M. de Foville) le chiffre de quatre milliards, alors qu'en Angleterre le numéraire existant en dehors de la Banque ne doit pas dépasser deux milliards. Il est donc facile de glaner en France une somme relativement considérable de pièces d'or pour l'exportation. Le point de sortie de l'or étant 25,32-½, si le chèque sur Londres dépasse ce prix à Paris, il sera plus avantageux d'expédier à Londres des louis neufs que d'acheter un effet à vue. Les pièces neuves sont alors triées pour l'exportation. Si le change s'élève au-dessus de 25,40, les pièces plus usées et par conséquent plus légères peuvent également commencer à servir.

La collecte des pièces d'or est entreprise par les changeurs qui les achètent aux compagnies de chemins de fer, aux hôtels et aux magasins, et les revendent par grosses sommes aux banquiers. L'achat se fait au poids, sur la base du prix légal de 3,100 fr. le kilogr., avec une prime très faible en surcroît. Si le change est

à 25,40, les banquiers consentiront peut-être à donner 2 pour mille, ce qui revient à dire qu'ils achèteront au prix de 3,106,20 c. le kilog. Plus les pièces sont lourdes, meilleure est l'affaire pour le changeur, qui doit supporter la différence entre le poids légal et le poids réel. Il s'ensuit que le changeur, trie ses pièces, et vend les lourdes pour l'exportation, tandis qu'il garde celles qui sont usées pour la circulation intérieure.

Les limites effectives des oscillations du change français peuvent donc s'établir entre 25,10 au plus bas, et au plus haut le cours (supérieur à 25,32 $\frac{1}{2}$) qui représente le prix de l'or acheté chez les changeurs. En pratique, le change dépasse rarement les cours extrêmes de 25,11 $\frac{1}{2}$ et 25,44 $\frac{1}{2}$.

Mettre une prime sur l'or pour arrêter les retraits est une mesure de sagesse douteuse. D'abord cela ne peut jamais empêcher l'or de quitter le pays : si l'Angleterre est créancière de la France, et si elle refuse d'accepter en paiement des marchandises ou des titres, il faudra bien en venir au règlement en or, et une prime n'endiguera que momentanément l'exportation, jusqu'au moment où le change aura atteint un niveau plus élevé. En outre, on inflige ainsi une véritable amende aux négociants français débiteurs de l'Angleterre. Si le cours de 25,32 $\frac{1}{2}$ était le point d'or effectif, il serait aussi la limite du prix du chèque ; mais avec la prime sur l'or, un effet sur l'Angleterre peut valoir

jusqu'à 25,45 et même 25,50, soit près de 3[4 % plus cher. Enfin c'est une question de savoir si la prime remplit finalement son but en empêchant la diminution de l'Encaisse-or de la Banque, ce qui serait sa seule justification. Quand les changes sont contraires et que l'étranger draine l'or, les clients de la Banque de France se résignent facilement à ne pas être payés en or ; mais aussitôt que le drainage a cessé, et que tout danger a disparu, ils trouveraient fort mauvais que la Banque de France continuât à leur tenir rigueur. Par conséquent, si l'exportation du métal a été assez importante pour que la circulation souffre de son appauvrissement, le vide sera petit à petit comblé aux dépens de l'encaisse de la Banque.

On est inévitablement conduit à se demander pourquoi la Banque de France n'imite pas l'exemple de ses rivales, et pourquoi, au lieu de défendre son Encaisse-or au moyen d'une prime, elle n'essaye pas d'une hausse de l'escompte. Les Français aiment l'argent à bon marché et se figurent qu'un taux d'escompte bas est favorable au commerce (1). La Banque cède donc à la pression de l'opinion publique, en ne modifiant presque jamais le taux de son escompte, qui est pratiquement fixé à 3 %. Si, pour contre-balancer l'influence d'une hausse exceptionnelle du prix de l'argent à

(1) C'est là, en effet, une erreur du marché français, qui ne voit pas que l'argent à bas prix signifie souvent disette et stagnation des affaires.

Londres, la Banque de France se voit obligée d'élever son escompte, c'est à titre purement provisoire et pour rétablir, dès qu'il sera possible, son taux favori.

CHAPITRE ONZIÈME.

LE CHANGE DE BERLIN.

Si nous tournons maintenant nos yeux vers l'Allemagne, nous trouvons un système monétaire qui se rapproche beaucoup de celui de l'Angleterre. Les deux pays possèdent l'étalon d'or, les deux Banques nationales remboursent leurs billets en or pour quelque somme que ce soit et toutes les deux enfin emploient le même procédé de corriger les changes contraires par une hausse rapide du taux de l'escompte ; souvent même on voit les prix s'élever presque simultanément dans les deux pays.

D'après la loi monétaire allemande, 500 gr. d'or fin donnent 69 pièces $\frac{3}{4}$ de 20 marcks à 9|10 de fin ; le pair de la monnaie avec l'Angleterre (1) est donc 20 marcks 43 pfennings par livre sterling. Le point d'or favorable à l'Allemagne est à 20.33. Au prix de 20.53 l'or s'échappe de la Banque de l'Empire et prend le paquebot pour l'Angleterre.

(1) Le pair du change entre l'Allemagne et la France est de 123 fr 50 c. pour 100 marcks. Le change est ordinairement en faveur de la France.

La Banque d'Allemagne voit de très mauvais œil sa Réserve aller enrichir les autres nations. Cependant elle n'a jamais refusé de donner son or, et d'ailleurs elle n'en aurait pas le droit. Seulement le ton dont elle dit *oui* donne l'impression très nette qu'il faut comprendre *non*, et l'on raconte qu'elle sait se venger après coup des banquiers assez téméraires pour lui demander de l'or à de mauvais moments. Quelle que soit la nature de la pression qu'elle exerce, il est certain que la Banque Impériale réussit à intimider les banquiers allemands, et à couper court aux retraits qui lui déplaisent.

Pour donner un exemple du procédé employé pour déterminer un point d'or, nous fournissons ici le compte d'une expédition d'or de Londres à Hambourg :

COUT A LONDRES.

6500 onces d'Impériales Russes à 77 p. 10 ½ l'once..		£. 25309 7 s. 6 p.
Caisses, sacs, emballage. .	£. 2. 6.6	
Fret.	15.16.3	
Courtage.	6. 6.6	
Assurance.	14.13.3	
Commission.	12.13.6	
	£. 51.16.	51.16.0
		£. 25361. 3.6

VALEUR A HAMBOURG.

6500 onces, à 31,1035 grammes l'once = kgs 202,1727 vendus à la Banque Impériale d'Allemagne au prix du tarif de M. 2551,$\frac{556}{1000}$ par Kg.. . . . . = M. 515.851
Moins l'essayage. 26
Comptons une perte de 5 jours d'intérêt à 3 %. . 515.825
Soit M. 212. 212
M. 515.613

M. 515.613 ÷ £. 25.361 = 20,33.

Dans le combat incessant pour l'or, la Banque d'Allemagne est bien plus audacieuse que la Banque d'Angleterre : elle ne recule devant aucun moyen pour favoriser les importations d'or ; elle achète les monnaies d'or étrangères à des prix très avantageux. Elle accepte même de supporter la petite perte d'intérêt qui grève les frais généraux d'un envoi d'or en consentant des avances à six jours sans intérêt, sous la seule condition du remboursement en or.

Comme on peut le croire, ses efforts ont été couronnés de succès et sa Réserve métallique a passé de francs 650 millions en 1884 à plus d'un milliard en 1891. On ne connaît pas le montant exact de l'Encaisse-argent de la Banque d'Allemagne ; mais, d'après les dernières informations, il ne dépassait pas 250 millions de francs.

CHAPITRE DOUZIÈME.

LE CHANGE DE NEW-YORK.

I

Il n'y a pas de Banque nationale à New-York. — Les associations de banques et leur encaisse obligatoire. — Périls qui menacent cet encaisse. — Danger résultant des excédents de recettes du budget américain.

Le marché monétaire obéit à des conditions et à des forces uniques dans leur genre, et qui constituent l'un des plus intéressants problèmes financiers de notre époque.

Il n'y a pas aux Etats-Unis d'établissement central, capable de dominer le marché, comme les Banques nationales des Etats de l'Europe. Cependant, dans certaines villes importantes, parmi lesquelles New-York est la première, les principales banques forment une *association*, et la loi leur impose en cette qualité l'obligation de conserver en numéraire le quart de leurs dépôts. Sur quatre dollars confiés par un client à l'une des *Banques associées*, un dollar doit être mis

de côté et conservé en nature au siège même de la Banque et non ailleurs.

La force de cette réserve légale est une mesure de la situation de place. Tant que l'encaisse des *Banques associées* de New-York se tient suffisamment au-dessus du minimum légal de 25 %, le prix de l'argent dépend des lois ordinaires. Mais dès que le minimum est près d'être atteint, les Banques sont forcées d'arrêter leur escompte et l'argent renchérit subitement.

Il est intéressant de connaître les causes ordinaires d'une diminution de l'encaisse, parce que le resserrement de l'argent sur le marché de New-York est toujours le prélude d'une exportation d'or de l'Europe. Ces causes peuvent se rattacher à deux faits de nature très différente, savoir : un développement soudain de circulation intérieure, ou une absorption de numéraire au profit du Trésor.

New-York est le centre financier des Etats-Unis. La loi autorisant les Banques des Etats, (qui correspondent aux banques provinciales anglaises), à compter dans leur encaisse les soldes existant à leur crédit chez les Banques associées des villes centrales, et l'argent trouvant à s'employer à New-York plus avantageusement que partout ailleurs, il est naturel que tous les capitaux flottants des provinces convergent vers ce point central.

Le stock de numéraire de la métropole commerciale est donc la pierre angulaire du crédit de la nation

tout entière. L'expérience que nous avons acquise en étudiant le système anglais nous apprend les conséquences de cet état de choses. Toutes les fois que dans un point quelconque du pays les transactions prennent un développement qui rend nécessaire l'augmentation des moyens d'échange, les banques provinciales fournissent l'excédent au moyen de leurs comptes-courants de New-York, qui supportent ainsi le poids définitif de l'expansion de la circulation.

On remarque ce fait surtout au moment de la moisson. Les fermiers et les planteurs ont alors besoin d'argent pour payer les salaires de leurs ouvriers et faire les frais du transport des céréales jusqu'à la côte. Chaque année, aux abords de l'automne, avec une régularité qui ne se dément jamais, des retraits considérables se font sentir à New-York et un véritable fleuve de numéraire se répand sur les champs de blé et de coton du midi et de l'ouest américain.

Si ce mouvement surprenait le marché, il pourrait avoir de graves conséquences. Mais sa régularité, qui permet de le prévoir, le rend en même temps presque inoffensif. Il peut arriver cependant que les précautions prises n'aient pas été suffisantes et qu'il y ait nécessité de remplir à tout prix une réserve par trop appauvrie. Le moyen le plus facile qui s'offre en ce cas à l'Amérique, est de faire encaisser en or les effets tirés sur l'Europe en règlement des exportations. Le métal ne franchit ordinairement l'Océan qu'à la dernière extré-

mité : mais nécessité fait loi, et si l'Amérique a besoin d'or, elle se fera payer par l'Europe en or, choisissant entre Londres, Paris ou Berlin, la place qui pourra le lui fournir à meilleur compte.

Venant à un moment où chaque pays doit faire face aux dépenses de sa moisson, une demande de retraits pour les Etats-Unis est fort mal accueillie par les Banques européennes, qui se mettent toutes sur la défensive et s'efforcent de passer la main à leurs voisines. La conséquence est une guerre de tarifs, et ce combat pour l'or a été comparé aux efforts de trois hommes cherchant à s'abriter sous une tente juste assez large pour deux.

Nous avons déjà vu qu'en Angleterre, l'argent est toujours plus cher vers la fin de l'année. Cela vient d'abord de la dispersion de numéraire qui accompagne la fin de la campagne agricole, ensuite et surtout des sorties d'or pour New-York, qui, tombant sur une réserve déjà affaiblie, provoquent une hausse immédiate de l'escompte.

Mais le trait le plus caractéristique du marché de New-York est l'absorption incessante de numéraire au profit du Trésor, qui est une menace constante pour la réserve de caisse des Banques associées. En Angleterre, en France, et dans beaucoup d'autres pays, les fonds provenant de la perception des impôts sont placés en comptes-courants dans une Banque d'Etat, qui restitue cet argent à la circulation en l'employant, pour la

plus grande partie, à des prêts ou à l'escompte des effets de commerce. Aux Etats-Unis, au contraire, le ministre des finances est son propre banquier, et les fonds du Trésor sont déposés sous sa responsabilité dans les caves du ministère. Cette particularité serait sans intérêt au point de vue financier, si le ministre pouvait employer ses capitaux comme un banquier ordinaire; mais la loi lui interdit formellement d'affecter les recettes provenant des impôts à un autre usage qu'au paiement des dépenses de l'Etat, de sorte qu'en attendant, cet argent dort, aussi inutile que l'or entassé d'un avare. De plus, tous les impôts étant payables en numéraire, la caisse de l'Etat ne contient que des billets de banque et du métal. Aussi l'augmentation incessante de cette encaisse ne restreint pas seulement les capitaux disponibles du marché, mais menacerait même, si l'on n'y mettait obstacle, d'entamer la réserve de 25 % des Banques associées et d'amener ainsi une crise redoutable.

Une vigilance de tous les instants est nécessaire pour échapper à cette catastrophe. La tâche du Trésor consiste à maintenir l'équilibre entre les entrées et les sorties, et de compenser au fur et à mesure les recettes par des dépenses correspondantes. Ce n'est pas une besogne facile. On voit par les importantes fluctuations du compte des *Dépôts publics* à la Banque d'Angleterre, quels peuvent être les écarts momentanés des ressources publiques comparées aux dépenses ; et, s'il en

est ainsi dans un pays où le budget est exactement en équilibre, on juge de ce qu'il en peut être aux Etats-Unis, où l'excédent des recettes sur les dépenses se compte chaque année par des millions sterling.

Cet excédent vient principalement des droits de douane. La politique financière des Etats-Unis est basée, comme chacun sait, sur la protection de l'industrie nationale, et consiste à faire payer plus cher par les consommateurs les produits étrangers capables de faire concurrence aux produits de l'industrie locale. Presque tous les articles d'importation sont grevés de droits énormes, et les douanes fournissent à elles seules la moitié des recettes du budget. L'opinion publique réclame depuis longtemps une proportion plus juste entre les recettes et les dépenses, les excédents budgétaires étant une tentation continuelle au gaspillage et à la concussion. Le seul moyen d'arriver à l'équilibre est de reviser le tarif des douanes, tout le monde en convient ; mais dès qu'on propose la réduction ou l'abolition d'un droit déterminé, les passions des deux grands partis politiques s'enflamment aussitôt.

Les démocrates voudraient diminuer les recettes en modérant les tarifs protecteurs par trop prohibitifs. Les républicains, appuyés par toute la cohorte des industriels menacés, ne veulent à aucun prix entrer dans la voie du libre échange et proposent d'augmenter les dépenses de la guerre, de la marine et des travaux publics, en diminuant l'impôt des boissons. En atten-

dant et jusqu'à ce qu'un accord soit intervenu, il faut bien trouver un déversoir à ce flot de numéraire qui monte toujours (1).

Jusqu'ici le ministre des finances n'a trouvé qu'un seul moyen pour se débarrasser de ses richesses trop grandes : c'est d'amortir la Dette publique en achetant des rentes en Bourse. Mais plus l'amortissement fonctionne et plus il devient difficile. Les porteurs de titres, sachant que le Trésor est forcé d'acheter et qu'ils gagneront à attendre, ne sont pas pressés de réaliser et ne s'y décident que sur l'appât d'une prime toujours croissante. De plus, la grosse masse des titres non amortis appartient aux Banques des Etats et sert de gage à leurs émissions fiduciaires : or ces titres ne viendront pas sur le marché, à moins qu'on ne les y contraigne par une loi. Ainsi, selon toute apparence, le système actuel doit tôt ou tard finir dans une impasse et tant qu'il subsistera, le marché de New-York subira en fait des conditions purement artificielles; il sera soumis à un autocrate qui pourra, selon son bon plaisir, enfouir dans les caves ou jeter à pleines mains d'énormes quantités d'or, et qui décidera seul du prix de l'argent.

(1) La récente modification des tarifs, jointe à plus de prodigalité (et même de gaspillage) dans les dépenses, ont fait en partie disparaître le danger que nous venons de signaler. L'exercice clos le 30 juin 1891 n'a donné qu'un excédent de 190 millions de francs au lieu de 500 millions, chiffre des années précédentes, et l'exercice 1893 menace de se solder en déficit.

II

Le système monétaire des Etats-Unis. — Le *Bland bill* de 1878. – Le *silver bill* (loi Sherman) de 1890. — Le problème de la circulation américaine.

Le ministre des finances n'a pas seulement la libre administration des excédents budgétaires; une tâche plus difficile et plus importante lui incombe, d'où ne dépend rien moins que le maintien de l'étalon d'or aux Etats-Unis.

La circulation monétaire des Etats-Unis est singulièrement complexe et multiforme. Outre l'or et l'argent, elle ne comprend pas moins de six variétés de papier-monnaie:

1° *Monnaie d'or.*

L'or est l'étalon de toutes les valeurs. L'unité est la pièce d'or de 1 dollar, contenant grains 25, 8 à 9[10me de fin.

2° *Monnaie d'argent.*

La pièce d'argent de 1 dollar contient 412, 5 grains à 9[10me de fin, et jouit du pouvoir libératoire illimité, toutes les fois que le paiement n'a pas été expressément stipulé en or.

3° *Certificats d'or.*

Ces certificats sont émis par le Trésor en représentation d'un dépôt de métal jaune, et sont exclusivement remboursables en or. Ils sont émis par grosses coupures (de 100 à 10.000 dollars -- 2500 à 50.000 fr.), et sont

employés principalement par les banquiers qui les préfèrent au numéraire.

4° *Certificats d'argent.*

Ces certificats sont émis par le Trésor en représentation d'un dépôt de monnaie d'argent, et remboursables seulement en dollars argent. Ils peuvent servir au paiement des droits de douane, des impôts et autres taxes publiques, mais ne jouissent pas du pouvoir libératoire entre particuliers. Ils sont en général émis par petites coupures.

5° *Billets des Banques des Etats.*

Ces billets sont émis par les Banques des Etats et gagés par des titres de la Dette publique. Ils sont remboursables à vue en billets du gouvernement ou en espèces.

6° *Billets du gouvernement* (*Greenbacks*).

Ces billets sont émis par le Trésor et remboursables à vue en espèces. Leur limite est fixée à 346 millions de dollars, et leur garantie consiste en une réserve spéciale de 100 millions de dollars en or. Ils ont cours légal illimité.

7° *Billets du Trésor.*

Emis par le Trésor, en exécution de la loi Sherman, et pour payer ses achats mensuels de lingots d'argent, ces bons ont pouvoir libératoire complet pour tous paiements publics ou privés, sauf stipulation contraire. Ils existent sous forme de petites coupures (n'excédant pas 1000 dollars) et sont remboursables soit en or, soit en argent, à la discrétion du gouvernement, qui se

considère néanmoins comme obligé de donner de l'or, si le porteur en réclame.

8° *Certificats de monnaie.*

Ces certificats sont délivrés par le Trésor en représentation d'un dépôt de billets du gouvernement ou de Bons du Trésor. De même que les certificats d'or, ils sont commodes pour le maniement des grosses sommes.

Le point faible du système réside dans le pouvoir libératoire complet accordé au dollar argent, et l'on doit en rechercher l'origine dans le fameux *Bland bill* voté en février 1878. Après une suspension qui datait de la guerre de Sécession, la reprise des paiements en espèces allait avoir lieu le 1er janvier 1879, et le Congrès américain s'était réuni pour choisir son système monétaire.

Il fut tout d'abord admis que l'étalon unique d'or constituait une base trop étroite, et que, malgré la dépréciation dont il était frappé en Europe, l'argent devait être traité sur le même pied que l'or, et jouir comme lui d'un pouvoir libératoire sans limites. Jusque-là c'est le système français. Mais le Congrès alla plus loin, en imposant à l'Etat la frappe continue des monnaies d'argent (1). Quel que soit le prix du métal, la loi de 1878

(1) C'est à M. Léon Say que nous devons d'avoir en France évité les dangers qui menacent aujourd'hui les Etats-Unis. Sur son initiative, la frappe de l'argent fut suspendue en France dès 1876 (loi du 5 août 1876).

obligeait le Trésor à acheter chaque mois des lingots d'argent pour une valeur qui ne pouvait être inférieure à deux, ni supérieure à quatre millions de dollars, et à frapper immédiatement ces lingots en dollars de 412 grains à 9|10mes de fin.

Le rapport ainsi établi entre l'or et l'argent était d'environ 16 à 1.

$$1 \text{ dollar} = \left\{ \begin{array}{l} 412{,}5 \text{ grains d'argent} \\ 25{,}8 \text{ grains d'or} \end{array} \right\} \text{ à } 9/10^{mes} \text{ de fin.}$$

ce qui correspond au prix de 59 pence pour l'once d'argent. Par conséquent, plus ce métal baisse, plus la valeur intrinsèque du dollar argent diminue, et si, par exemple, l'argent ne vaut plus que pence 41 1|2 l'once, le dollar ne vaut en réalité que 70 cents, ou 3 fr. 80 cent.

Les plus zélés partisans de l'argent n'ont jamais été bien persuadés de ce qu'ils affirmaient, à savoir que le dollar argent était nécessaire au peuple et indispensable à la circulation. Leur vrai motif était probablement de défendre les intérêts des grands propriétaires de mines d'argent, et d'assurer à leurs produits des débouchés certains, même aux dépens de la prospérité nationale. Quoi qu'il en soit, dès le début, les dollars argent n'entrèrent dans la circulation qu'en nombre restreint. L'argent-métal est non seulement trop lourd et trop encombrant pour les besoins d'une nation riche, mais de plus les Américains ont toujours de beaucoup préféré le papier-monnaie aux espèces métalliques. Ce-

pendant la frappe légale continuait toujours, et, chaque mois, soixante-dix tonnes de dollars étaient monnayés, mis en caisses, et ensevelis dans les caves du Trésor, où ils reposent en paix, et d'où, selon toute probabilité, ils ne sortiront jamais. Si le ministre des finances n'avait pas été autorisé à émettre des certificats d'argent, en représentation de ces dollars, il est certain que depuis longtemps on en aurait été réduit à payer en dollars argent, et que la circulation des Etats-Unis serait à l'heure actuelle totalement dépréciée. Heureusement pour le maintien de l'étalon d'or, la plus grande partie de ces dollars accumulés fut mobilisée sous la forme des *silver certificates*. On put ainsi remplir le vide laissé dans la circulation par l'extinction graduelle des billets des Banques des Etats, dont l'émission gagée par des titres de la Dette publique était obligée de se restreindre au fur et à mesure du rachat de cette dette.

Pour faire mieux accepter ces certificats, le Trésor en fit de petites coupures, accessibles à toutes les bourses, tandis que les Greenbacks n'étaient plus émis que par grosses coupures. Le succès de cet expédient fut complet et le certificat d'argent, bien que remboursable seulement en dollars argent et ne jouissant pas du pouvoir libératoire complet entre particuliers, fut bientôt admis comme monnaie courante, sur le même pied que les billets des Banques des Etats et les Billets du Gouvernement.

A la fin de juin 1891, le nombre des dollars dépréciés

frappés en vertu de la loi de 1878 atteignait le chiffre énorme de dollars 378 millions (près de 2 milliards de francs.) On pourrait croire que le parti de l'argent était satisfait : on se tromperait ! La production moyenne des Mines américaines est d'environ 54,000,000 onces par an, soit environ la moitié de la production totale du globe. Or les propriétaires de Mines finirent par persuader au peuple américain que si la totalité et non plus seulement une partie du métal était absorbée, la raréfaction ne tarderait pas à se faire sentir sur les marchés étrangers, et le prix de l'argent se relèverait aussitôt.

En conséquence, en juin 1890, une nouvelle loi fut votée, imposant au Trésor l'achat mensuel de 4,500,000 onces d'argent au prix du marché, et comme il était manifestement absurde de continuer à fabriquer des dollars dont personne ne voulait, il était décidé que le métal serait dorénavant conservé en lingots. Ces achats mensuels devaient être payés au moyen d'un nouveau billet ayant cours légal illimité et dénommé *Billet du Trésor*. Le gouvernement peut à son gré rembourser ce billet en argent ou en or, mais en fait il se considère comme moralement engagé à donner des dollars or, ou s'il paye en argent, à tenir compte de la dépréciation de ce métal. Le certificat d'argent, au contraire, ne donne jamais droit qu'à un certain nombre de dollars argent, quelle que soit la valeur intrinsèque du dollar, et sans qu'on ait à s'inquiéter s'il vaut 5 francs ou seulement 2 fr. 50.

Les Etats-Unis se sont jusqu'ici acquittés de leurs obligations financières avec la plus scrupuleuse loyauté ; jamais un créancier de l'Etat ou un porteur de *billets du Trésor* n'a été payé en argent contre sa volonté, et jamais aucune prime n'a été mise sur l'or. Cet état de choses durera tant que le Trésor pourra conserver une réserve d'or suffisante. Car en outre de l'or représenté par les *Gold Certificates* et des cent millions de dollars or qui servent de gage aux *billets du Gouvernement* (*Greenbacks*), il existe une forte réserve additionnelle destinée à assurer la convertibilité du dollar argent.

Une administration très habile est nécessaire pour empêcher la diminution progressive de cette réserve. Les certificats d'argent qui entrent au Trésor par le paiement des droits de douane doivent être constamment expulsés, afin d'épargner l'or autant que possible. Si la frappe de l'argent pouvait être suspendue, la situation n'aurait rien d'alarmant ni même d'anormal. Mais chaque mois la circulation se gonfle d'un nouveau torrent de papier-monnaie, représentant la valeur de 4,500,000 onces d'argent. Lentement, mais sûrement, sous l'influence de cette inflation continue, les Etats-Unis se rapprochent chaque jour davantage du monométallisme argent. On distingue déjà des signes de saturation. L'or a depuis quelque temps mystérieusement disparu de la circulation, (probablement on le thésaurise) ; il a été remplacé par l'argent dans les

encaisses des banques et le drainage de la réserve du Trésor n'est plus qu'une question de temps. La merveilleuse croissance de l'Amérique a retardé l'heure critique si souvent prophétisée. Cependant le danger n'est pas loin : qu'une mauvaise récolte ou qu'une crise industrielle survienne, aussitôt des flots énormes de billets sans emploi reflueront sur le Trésor, inondé d'argent. Ce jour-là, la suspension des paiements en or sera inévitable (1).

III

Influences qui agissent sur le change américain. — La hausse de l'escompte sur le Continent produit peu d'effet sur le change. — La balance du commerce entre les Etats-Unis et l'Europe se règle en général au moyen de titres.

Le pair du change entre le souverain et le dollar est 4,86 ½ pour £. 1 ou 49 pence pour 1 dollar. (En monnaie française, le dollar or vaut environ 5 fr. 20 c.) Le voyage de l'or de New-York à Londres coûte 1 ½ % et

(1) La crise de juin et juillet 1893 a été le premier signe avant-coureur de la catastrophe. Malgré des exportations trois fois plus intenses que d'habitude, malgré une balance commerciale largement favorable aux Etats-Unis, l'or s'est mis à fuir, chassé par une déplorable législation monétaire. En deux mois, 43 banques d'Etats, 72 banques particulières, 20 caisses d'épargne, et plus de 800 établissements industriels, ont sombré. Un des phénomènes curieux de la crise américaine a été la raréfaction soudaine du numéraire, et des signes monétaires. Fort heureusement le Président Cléveland a su prendre des mesures énergiques, et la suspension de la loi Sherman votée d'urgence par le Congrès a suffi pour rétablir la confiance. L'or thésaurisé a recommencé à se montrer, et même à redevenir abondant (1er novembre 1893).

le point d'entrée de l'or en Angleterre est à 4,89 ou 4,90.

Le compte courant de l'Europe avec les Etats-Unis pourrait s'établir ainsi :

DOIT	AVOIR
A importations de matières premières (avoine, blé, coton, pétrole, tabac, métaux, conserves, etc.)	Par exportations de produits manufacturés.
A obligations de chemins de fer et autres titres achetés.	Par intérêts et dividendes des titres américains achetés.
	Par le prix des titres anglais achetés pour compte américain.
	Par frets.
	Par dépenses des touristes américains.

et le change penche du côté de la nation dont le solde créditeur l'emporte.

La cherté relative de l'argent, dont l'influence est si remarquable sur les grands changes européens, se fait à peine sentir sur le change américain, parce que la longueur du voyage empêche la transmission facile des capitaux flottants : et malgré les taux très élevés ($\frac{1}{10}$ % par jour ou 36 % par an) des prêts à court terme sur la place de New-York, lorsqu'elle est en proie à un de ces spasmes périodiques, les capitaux du continent ne se mettent pas en route parce qu'ils savent avec quelle rapidité passent ces pseudo-crises, et qu'en général le ciel est redevenu serein avant qu'on ait eu le emps de traverser l'Océan. Les capitaux en quête d'emploi temporaire ne vont pas d'ordinaire si loin.

On remarquera que les principaux articles d'expor-

tation des Etats-Unis sont le blé et le coton, et que l'Europe paie en masse ces exportations, aussitôt la récolte achevée, en automne ou dans les premiers mois d'hiver. Au contraire, les importations d'Europe, qui consistent en objets manufacturés, ont un courant uniforme, qui se répartit à peu près également sur tous les mois de l'année. Il en résulte que le change américain est en général défavorable à l'Europe, d'août à décembre, et favorable pendant le reste de l'année. Une sortie d'or pour l'Amérique est toujours à craindre vers la fin de la moisson (août), bien que souvent elle n'ait pas lieu.

Un retrait d'or destiné à New-York impressionne bien plus vivement le marché de Londres qu'un retrait pour le continent. La diminution de la Réserve est cependant la même dans les deux cas ; seulement l'or qui a traversé l'Océan, ne peut plus être rappelé en cas de danger subit, tandis que l'or resté en Europe peut revenir à Londres en 24 ou 48 heures, pour peu qu'on veuille lui offrir un emploi rémunérateur. Quand on compare l'importance des relations de l'Europe et de l'Amérique avec la très faible quantité de métal qui franchit les mers, on a sujet d'être surpris. En réalité, la plus grosse part des soldes internationaux se règle par des transferts de titres (principalement des Obligations et Actions de chemins américains, dont un marché très actif se tient à Londres comme à New-York). Il ne faut donc pas conclure de ce que la ba-

lance du commerce est à un moment donné contre nous, qu'il faudra envoyer de l'or. Si les encaisses des *Banques associées* marquent un étiage bas, et si l'argent est cher, il est évident que New-York se fera payer en espèces ; mais si l'argent est abondant, et les caisses pleines, l'Amérique réglera sa créance en rapatriant quelques obligations de chemins de fer, et le change n'atteindra pas le point de sortie de l'or.

TROISIÈME PARTIE

LE MARCHÉ LIBRE

CHAPITRE PREMIER.

Il n'est pas de marchandise dont le prix soit sujet à des variations aussi brusques que le prix des capitaux. — De quoi dépend ce prix. — L'argent des affaires est l'argent des autres. — Comment les banquiers emploient leurs dépôts. — A mesure que leurs effets viennent à échéance, ils en rachètent d'autres. — Le prix de l'escompte dépend de la proportion à un jour donné entre les effets arrivant à échéance et les achats de papier nouveau. — L'effet des capitaux nouveaux. — La demande de capitaux dépend de l'état du commerce. — Rapport entre l'escompte de la Banque et l'escompte du marché. — L'influence du crédit sur le taux du marché.

De toutes les choses qui s'achètent et se vendent sur la place, il serait impossible d'en trouver une dont le prix soit sujet à des variations plus importantes et plus soudaines et obéisse à des influences plus multiples et plus compliquées que le prix des capitaux disponibles, ou de l'argent du marché. De jour à jour et quelquefois d'heure à heure, ce prix se modifie, et ses oscillations sont aussi remarquables par leur amplitude que par leur rapidité. Aujourd'hui, par exemple, la retenue normale opérée par l'escompte sur un effet à trois mois de 20,000 fr. peut être 100 fr. ; d'ici à un mois, cette retenue peut avoir baissé de 40 % (à 60 fr.) ou s'être élevée de 100 % à 200 fr.

Ce prix, comme celui de toutes les valeurs, dépend de l'équation entre l'offre et la demande, ou, pour parler plus exactement, de la proportion existante entre les capitaux flottants que les prêteurs tiennent disponibles pour un usage immédiat, et les sommes dont les emprunteurs, ayant de bonnes garanties à offrir, se trouvent avoir momentanément besoin. Mais pour rendre cette définition intelligible, il faut expliquer d'abord ce que sont les capitaux flottants, comment ils sont employés généralement, et de quelle manière ils deviennent disponibles.

L'argent des affaires, c'est l'argent des autres ; le capital flottant d'un pays est entre les mains des banquiers et se compose des dépôts de leurs clients, sur lesquels un faible intérêt est payé, et des fonds en comptes courants dont les banquiers jouissent sans intérêts. Si les banquiers prêtaient leur propre argent, les bas prix auxquels les emprunteurs sont habitués seraient tout à fait inconnus. Pendant la période décennale 1881-1890, le taux moyen de l'escompte sur le marché de Londres a été 2,70 %, et tout le monde comprend que plutôt que d'employer son argent à escompter des effets à un prix pareil, mieux vaudrait acheter des rentes et se reposer. Aussi l'argent, que le banquier emploie aussi, lui a été confié par ses clients, et pour la plus grande partie, au moins les deux tiers, il en possède la jouissance gratuite. Si le chiffre des dépôts est considérable eu égard au capital, un gros dividende

peut se gagner avec un intérêt très bas : les dépôts dans certaines banques dépassent 10 ou 15 fois le montant du capital versé qui recevrait 10 ou 15 %, lors même que les dépôts ne rapporteraient que 1 % net.

Il est impossible de connaître le chiffre total des capitaux confiés aux banques du Royaume-Uni ; mais on peut s'en faire une idée assez exacte d'après les bilans des Sociétés de Crédit. A la fin de 1890, les banques par actions, autres que la Banque d'Angleterre, possédaient £. 540 millions (13 milliards 1/2), et nous serons au-dessous de la vérité en estimant le total des dépôts possédés par la corporation des banquiers anglais à 16 milliards de francs (1).

Sauf une portion gardée en caisse pour faire face aux retraits imprévus, ces capitaux doivent trouver un placement réalisable rapidement et sans perte. Les effets de commerce constituent le plus sûr et le meilleur des placements; le fait qu'ils se convertissent d'eux-mêmes en argent, automatiquement et au pair, les transforme en une seconde ligne de défense qui vient appuyer l'encaisse. Un portefeuille bourré de bons effets est tellement indispensable à la sécurité d'un banquier, qu'il

(1) (Economiste anglais, 23 mai 1891.) Les capitaux flottants du marché français sont beaucoup moins importants ; les principales institutions de crédit en France, Crédit Lyonnais, Société générale, Comptoir d'Escompte et Crédit industriel, possèdent en tout un milliard 3/4, et la totalité des fonds confiés aux banques n'atteint certainement pas le chiffre de 8 milliards. Cela provient de l'extrême division des fortunes, et du fait que la classe moyenne en France est encore peu familiarisée avec le compte courant de banque.

forme toujours l'un des principaux chapitres de son actif.

Après les effets, le meilleur placement qu'on puisse trouver consiste dans des avances à court terme garanties par de bons titres. Escompte et avances, voilà la double direction que le banquier donne à la masse de fonds déposés chez lui.

Les bilans n'entrent pas en général dans des détails suffisants pour permettre une analyse complète de l'actif ; sans quoi il serait intéressant de connaître le pourcentage ordinaire de chaque nature de placements : les bilans de 1890 montrent cependant que les 11 principales banques avaient 5 milliards de dépôts répartis ainsi : 1,350 millions de francs en effets de commerce ; 2,256 millions en prêts à court terme et avances sur titres, enfin le reste, soit 1,450 millions, en espèces, comptes-courants chez leurs correspondants ou en rentes. En appliquant cette proportion au chiffre de 16 milliards énoncé tout à l'heure, nous obtenons en chiffres ronds la proportion suivante : Escompte : 4 milliards 1/2. Prêts et avances : 7 milliards. Ces chiffres n'ont aucune prétention à la précision mathématique, mais ils suffisent pour donner l'idée de ce qu'on entend par cette expression *les capitaux flottants que les prêteurs tiennent disponibles pour les besoins immédiats du marché.*

Il est évident que l'argent immobilisé dans une traite devient de nouveau libre aussitôt que la traite est

payée ; et, étant donné que les effets escomptés peuvent s'estimer en moyenne à six semaines d'échéance, il ne paraît pas déraisonnable de supposer que sur les 4 milliards 1[2 employés à l'escompte, environ 800 millions deviennent libres chaque semaine.

Cette somme (en laissant de côté les avances) constituerait donc le stock immédiatement disponible, et comme l'argent venant des effets retourne en général aux effets, il y aurait chaque semaine 800 millions cherchant un placement sur le marché de l'escompte. S'il ne se présentait pas un montant égal de papier, le prix de l'escompte baisserait : s'il y en avait plus, l'escompte deviendrait plus cher.

Mais l'influence des capitaux anciens cherchant à se replacer n'est pas seule en jeu, et souvent on voit se produire des afflux d'argent nouveau. En temps ordinaire, le pays gagne plus qu'il ne dépense et l'épargne nationale s'écoule dans les banques, et des banques sur le marché, jusqu'à ce que des débouchés lui aient été offerts. L'abondance des capitaux devient alors de la saturation, et les prix s'abaissent dans une mesure presque inquiétante. Mais les lanceurs d'affaires, toujours vigilants, se hâtent de profiter de l'occasion, et toutes les fois que l'argent est abondant, on est certain de découvrir des Etats plus ou moins obérés qui ont besoin d'assistance « pour développer leurs richesses latentes ». Par ce moyen ou par un autre, le trop-plein des capitaux flottants trouve un placement définitif et

l'équilibre entre l'offre et la demande se trouve rétabli.

On peut donc considérer *l'offre de capitaux* comme une quantité relativement constante, et en réalité les oscillations incessantes de l'escompte proviennent presque uniquement des variations dans *la demande des capitaux*. Nous avons dit que la demande de capital disponible se mesurait sur les *besoins immédiats des emprunteurs, ayant de bonnes garanties à offrir*, et en ce qui concerne spécialement la demande de capital pour l'escompte, elle est déterminée par la quantité de bons effets que les porteurs désirent convertir en numéraire. Ces porteurs sont les négociants et les industriels, et leurs besoins dépendent de la situation générale du commerce et de l'industrie.

Le règlement de toutes les opérations commerciales et surtout des exportations se fait toujours avec des lettres de change. Donc plus les affaires sont actives, plus nombreux sont les effets créés, et plus vive est la demande d'escompte. En outre, une période d'activité commerciale n'a pas seulement pour effet de donner naissance à plus de papier, mais encore de faire présenter à l'escompte une proportion plus forte de traites, eu égard à l'ensemble des effets créés. Lorsque les commandes se pressent, les négociants qui désirent retourner leur capital le plus rapidement possible, portent leurs remises à l'escompte, aussitôt reçues, afin d'avoir leur argent libre pour de nouveaux achats. Au con-

traire, si les affaires ne vont pas, ils préfèrent ne porter leurs effets à l'escompte que dans la mesure de leurs engagements, et ne pas s'encombrer d'espèces dont ils ne sauraient que faire. Ainsi la prospérité commerciale signifie à la fois plus d'effets créés, et parmi ces effets, une proportion plus forte qu'auparavant venant à l'escompte.

Des affaires actives sont synonymes d'effets plus abondants, d'une demande d'escompte plus forte et d'une hausse du cours. Le malaise dans les affaires entraîne une raréfaction du papier, des appels moins pressants aux escompteurs et la baisse de l'escompte.

La demande d'argent est ainsi la résultante de toutes les influences complexes qui affectent la condition présente et future du commerce national, envisagé, soit dans son ensemble, soit dans l'une quelconque de ses branches. L'intensité de cette demande change donc incessamment, et avec elle le taux de l'escompte. On ne peut raisonner que d'une façon abstraite. Il n'existe aucun chiffre, aucun élément concret, qui permettent de jauger la masse des effets qui viendront sur le marché la semaine prochaine ou le mois prochain. Si les rapports du conseil du commerce, les comptes de la chambre de compensation de Londres, les tableaux de recettes de chemins de fer, si tout montre des augmentations, il est sûr que le commerce s'améliore et que la semaine prochaine ou le mois prochain la demande d'escompte aura grandi : mais dans quelle pro-

portion grandira-t-elle ? Comment et quand son effet se fera-t-il sentir sur le marché ? voilà ce qu'il est impossible de prévoir avec exactitude.

En outre, le régime du commerce se modifie progressivement. On a des raisons de croire que d'année en année le nombre des effets diminue proportionnellement à l'importance des transactions. On préfère de plus en plus à la lettre de change le chèque ou mandat télégraphique. On échappe ainsi au droit proportionnel qui frappe les effets, et à toutes les chances de perte qui résultent des fluctuations du prix de l'escompte. Depuis longtemps les banquiers se plaignent de la raréfaction des effets et il est certain que depuis quelques années le portefeuille n'occupe pas dans la masse de l'actif la même place qu'autrefois. Voici, par exemple, le tableau comparé du portefeuille et des capitaux pour les deux sociétés de crédit les plus importantes de Londres.

A				B			
DATE.	DÉPOTS ET COMPTES COURANTS MILLIONS DE FRANCS.	EFFETS.	TANT %.	DATE.	DÉPOTS ET COMPTES COURANTS MILLIONS DE FRANCS.	EFFETS.	TANT %.
déc. 82	655	275	42 %	déc. 82	320	122 5	38 %
» 83	682,5	277,5	41 »	» 83	325	122,5	38 »
» 84	675	263,5	39 »	» 84	297,5	87,5	30 »
» 85	690	255	37 »	» 85	307,5	102,5	33 »
» 86	727,5	277,5	38 »	» 86	307,5	90	29 »
» 87	730	275	38 »	» 87	312,5	77,5	25 »
» 88	785	287,5	37 »	» 88	320	97,5	30 »
» 89	825	315	38 »	» 89	350	115	33 »
» 90	845	290	34 »	» 90	337,5	100	30 »

On peut observer que pour ces deux banques la proportion du portefeuille a diminué, et il est probable que la même diminution s'est fait sentir sur le portefeuille de toutes les autres.

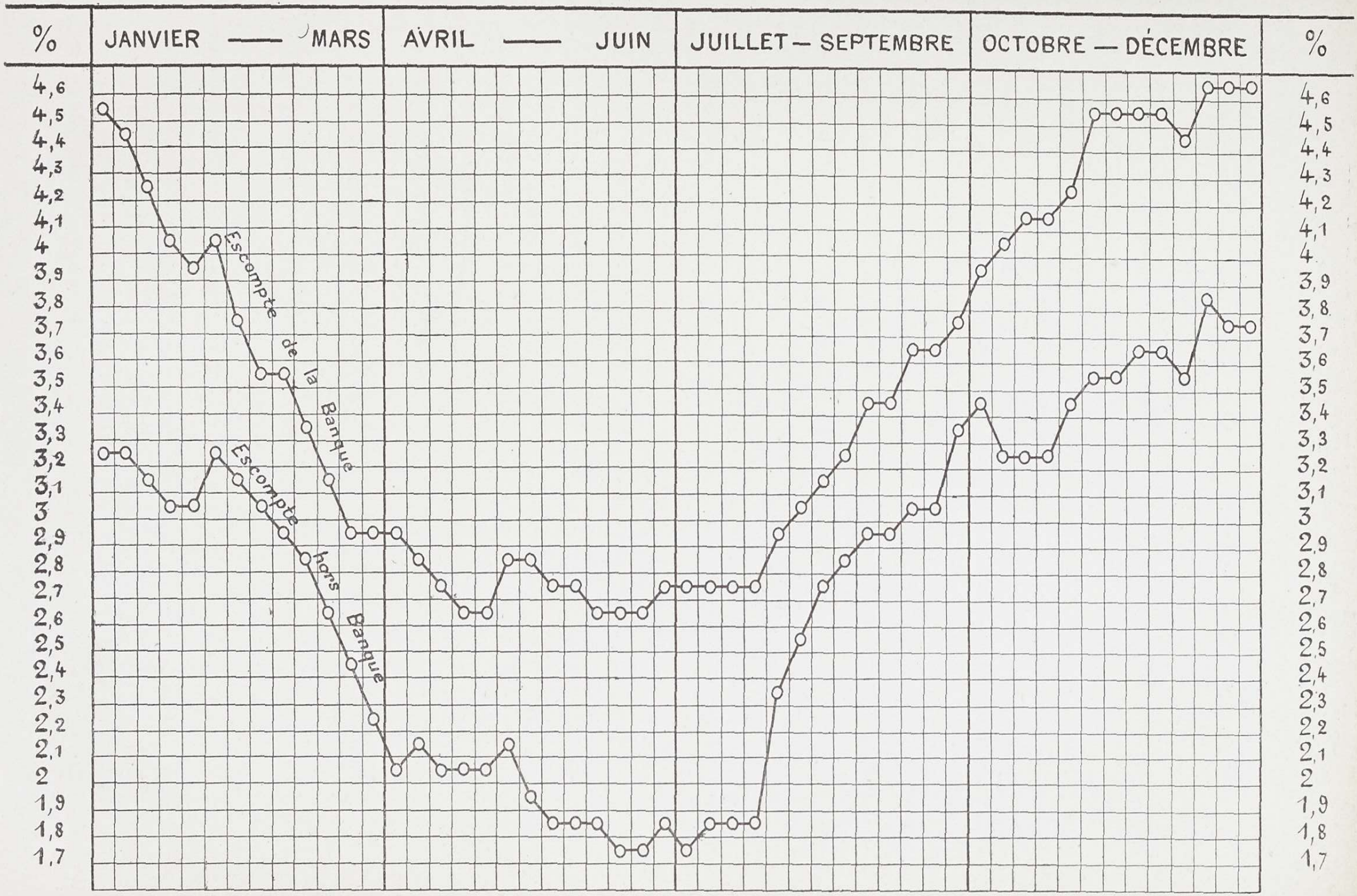
A côté de la loi de l'offre et de la demande, l'influence principale qui règle le prix de l'argent sur le marché est la hausse ou la baisse du taux de la Banque. Il existe entre ces deux prix une corrélation nécessaire, d'autant plus que les banques anglaises suivent encore le vieil usage de modifier l'intérêt alloué aux déposants d'après le taux de la Banque. Si ce taux s'élève, l'intérêt des dépôts suit, et payant plus cher les capitaux qu'il emprunte, le banquier doit naturellement essayer de leur faire rapporter davantage. Cela ne veut pas dire que la hausse de l'escompte sera égale à la hausse de l'intérêt sur les dépôts : car le banquier ne paie un intérêt que sur une partie des fonds dont il dispose. Supposons, par exemple, que pour chaque somme de 100 fr. qu'il détient, il paie intérêt sur 40 fr. et prête 80, le bilan s'établissant ainsi :

PASSIF.		ACTIF.	
Dépôts à intérêts. . . .	40	Escompte et avances. .	80
Comptes-courants sans intérêts.	60	Encaisse.	20
	100		100

une hausse de 1 % sur l'intérêt payé aux dépôts sera compensée par une hausse de 1/2 % sur l'intérêt gagné par les F. 80.

Lors donc que le taux de la Banque s'élève, le marché

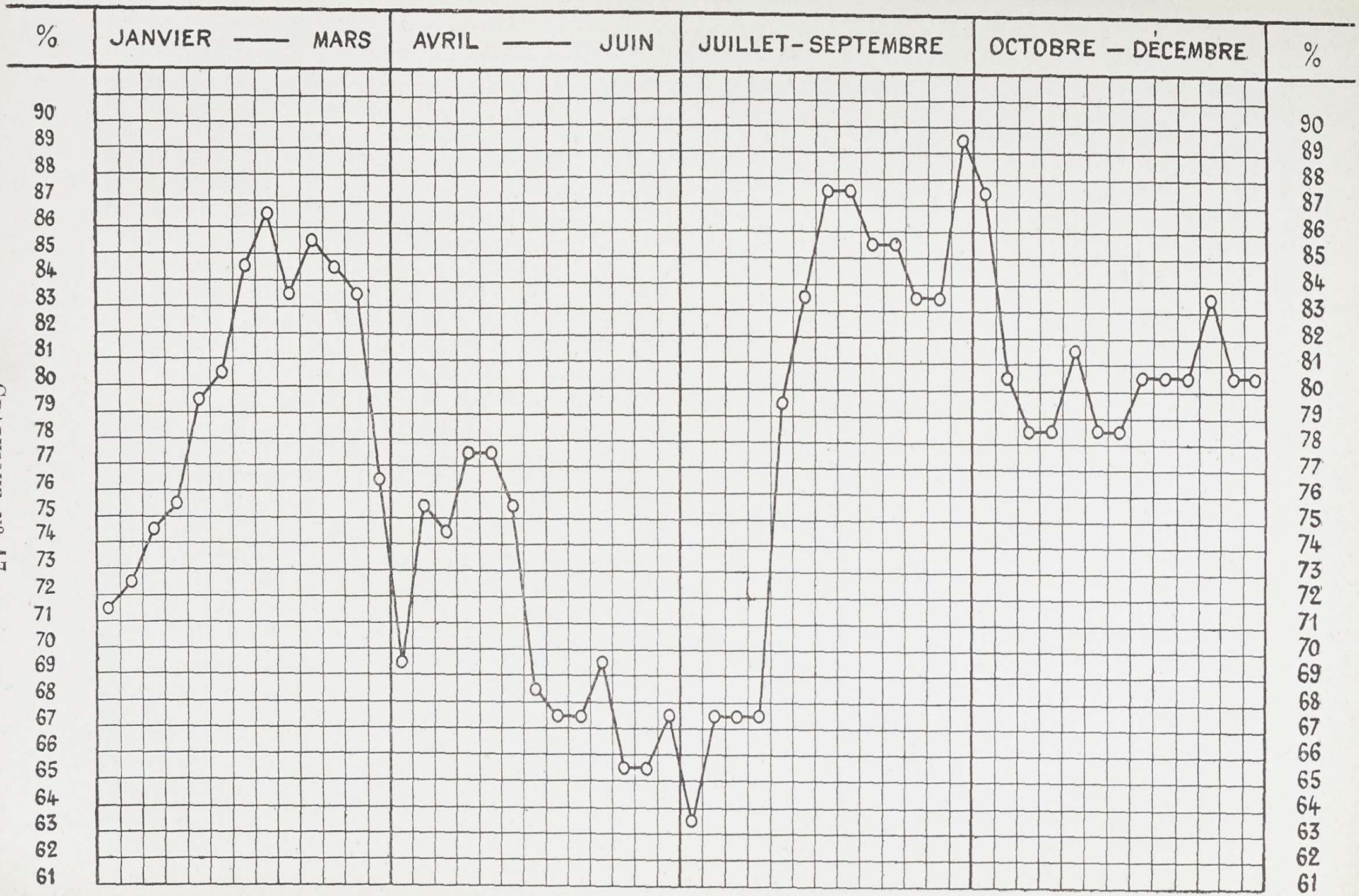
suit, et le marché hors banque prendra même l'avance dès qu'il aura des raisons d'appréhender une élévation du cours officiel. Si une sortie d'or rend immédiatement le marché moins maniable, ce n'est pas que la disparition d'une dizaine de millions de francs ait pour effet de réduire l'offre de capitaux, mais parce que la conséquence possible d'une réduction de la Réserve s'impose à tous les esprits, rendant les prêteurs plus prudents et les emprunteurs plus pressés. Une diminution du taux officiel est naturellement toujours suivie d'une baisse correspondante sur le marché libre ; au contraire, en ce qui concerne la hausse, il faut distinguer suivant qu'elle est due à des causes réelles ou artificielles. La Banque peut élever son escompte, parce que la demande d'argent est plus pressante ; c'est là une cause réelle. Elle peut encore élever son escompte, sans avoir aucun égard à la situation du marché, mais simplement pour prévenir des retraits d'or et protéger sa réserve. Dans le premier cas, la Banque et le marché s'élèvent à l'unisson, parce que la même cause agit sur les deux : dans le second, la Banque est seule en jeu, et si l'argent est très abondant, les banquiers se trouveront distancés malgré tous leurs efforts. La concurrence les empêchera de se tenir de pair avec la Banque. Dans des occasions semblables, la marge entre les deux cours est souvent considérable, et sans la hausse de l'intérêt des dépôts, elle le serait encore davantage.



GRAPHIQUE N° 16.

COMPARAISON ENTRE LE TAUX D'ESCOMPTE DE LA BANQUE ET LE TAUX DU MARCHÉ LIBRE POUR LES BONS EFFETS DE BANQUE DE 3 MOIS.

Moyenne de 10 ans (1881-1890).



GRAPHIQUE N° 17.

TAUX D'ESCOMPTE DU MARCHÉ LIBRE, MONTRÉ COMME UN POURCENTAGE DU TAUX DE LA BANQUE.

Moyenne de 10 ans (1881-1890).

Pendant la période décennale 1881-1890, l'escompte sur le marché libre s'est tenu en moyenne à 2,75 %, soit une proportion de 0,77 1[2 % au-dessous de l'escompte officiel qui a été en moyenne de 3,45 %.

On remarquera que la différence entre le taux du marché libre et celui de la Banque est d'autant plus grande que les cours sont plus bas : en effet, lorsque la Banque escompte à 2 % par exemple, les banquiers, plutôt que de laisser leur argent inactif, le prêtent presque pour rien et se contentent quelquefois d'un intérêt de 3[4 % par an.

Il est un dernier facteur du prix de l'escompte, c'est le crédit. Dans toutes les opérations de prêt, le capitaliste, avant de fixer son prix, doit résoudre cette double question : mon débiteur est-il solvable ? restera-t-il solvable jusqu'à l'échéance ? S'il est satisfait sur ces deux points, il ne se fera payer que l'intérêt légitime de son argent et la rémunération de ses frais, mais s'il y a place pour quelque doute, il se fera payer en plus son risque, et demandera à l'emprunteur une prime d'assurance.

Cet élément essentiellement variable ne se fait pas en général sentir sur le prix du meilleur papier de banque, et n'apparaît que dans les moments de crise, lorsque toute demande d'argent est regardée de mauvais œil par les banquiers ; mais les effets en sont distinctement visibles dans la grande diversité des prix qui coexistent sur le marché. Le capital disponible a autant

de valeurs différentes qu'il y a de degrés dans le crédit des emprunteurs : entre les 60 % que demande l'usurier, les 10 % du banquier de province et les 2 % de Lombard street, il existe des degrés innombrables échelonnés suivant la solvabilité présumée de l'emprunteur et l'opinion que le prêteur se fait des risques que court son argent.

CHAPITRE DEUXIÈME.

Les courtiers de change et les sociétés d'escompte. — Leur genre d'affaires. — Pourquoi les banquiers achètent aux courtiers, plutôt que de s'adresser directement aux porteurs d'effets. — Les banquiers prêtent *au jour le jour* aux courtiers de change. — Payant intérêt sur tous leurs capitaux, les courtiers ne peuvent conserver d'encaisse sérieux. — Ils comptent sur la Banque d'Angleterre pour pouvoir rembourser au cas d'une demande soudaine.

Nous n'avons pas encore fait allusion au rôle très important que joue sur le marché de l'escompte l'intermédiaire entre les mains duquel passe tout le meilleur papier de la place.

A première vue, le besoin d'un intermédiaire ne se fait pas sentir, et du moment que chaque banquier escompte régulièrement les effets de ses clients, il semblerait naturel de penser que son portefeuille a été acquis de première main. En général, cependant, il n'en est pas ainsi. Le papier de qualité inférieure va directement chez le banquier, surtout en province ; mais le papier de qualité supérieure, les meilleurs effets de banque et de commerce, passent par les mains des *courtiers de change,* ou *marchands d'effets,* et des sociétés d'escompte. Cette branche du commerce de banque comprend à

Londres trois sociétés par actions à capital considérable et beaucoup de sociétés en nom collectif, dont quelques-unes jouissent d'un grand renom et d'un crédit incomparable.

Le rôle du courtier consiste à acheter les effets aux négociants et à les revendre aux banquiers, et comme son capital se retourne très rapidement, une différence presque insignifiante sur le prix suffit pour le rémunérer. Le courtier est évidemment nécessaire aux banquiers de province qui ne peuvent trouver sur place à composer leur portefeuille ; mais en ce qui touche le banquier de Londres, on ne voit pas pour quelle raison il achèterait à un courtier plutôt qu'au porteur direct de l'effet.

C'est une simple question de division du travail. L'escompte des effets constitue en réalité un commerce spécial, demandant des connaissances très approfondies d'une nature très délicate. L'escompteur doit connaître sur le bout des doigts la situation financière et morale de plusieurs centaines de maisons. Il doit savoir qui est X. ; quels sont ses antécédents ; s'il spécule ; s'il accepte trop ; s'il a été pris dans la dernière faillite, ou s'il a été touché par le krach du cuivre ou de l'argent, etc. Se guidant alors sur l'estimation mentale qu'il a faite de la situation de X., il décide la somme d'acceptations qu'il croit pouvoir détenir sans danger. En un mot, il doit connaître les hommes et leurs ressources, afin de pouvoir distinguer le bon papier du mauvais.

De plus, il doit tenir sans cesse ses informations à jour, sous peine de rendre inutile tout son travail antérieur. Une science pareille ne s'acquiert qu'au prix d'une longue expérience, aidée par une intelligence sagace, et le courtier, dont c'est l'intérêt vital, y consacre tous ses efforts. Le banquier, lui, n'a pas le temps de se perdre dans ces mille petites questions. Il a bien assez à faire pour veiller à ses propres clients, sans avoir encore à s'inquiéter des accepteurs de tous les effets qu'il achète, et il est trop heureux, au moyen d'une différence infinitésimale sur le prix, de rejeter le risque sur le courtier dont la solvabilité le garantit des pertes éventuelles du chef des mauvais débiteurs. Ceci ne s'entend que des grands courtiers et des sociétés d'escompte. Si le banquier se fournit chez les petits courtiers, il prend en réalité le risque à sa charge.

Le porteur de l'effet gagne aussi dans ce système. En effet, le courtier, sous le fouet de la concurrence, le fait bénéficier d'un prix plus avantageux que celui qu'il trouverait chez son propre banquier. Aussi les grands négociants de Manchester, de Liverpool, etc., de même que ceux de Londres, offrent la moelle de leurs remises aux courtiers de Lombard street ; il en résulte que tout le meilleur papier du pays aboutit, en dernière analyse, sur ce marché unique.

Les courtiers sont aussi des emprunteurs de capitaux flottants. Les banquiers conservent un certain fonds de roulement en numéraire qui ne varie pas, puis

un solde créditeur à la Banque d'Angleterre ; le surplus de leur réserve est prêté aux courtiers, à intérêt modéré, avec stipulation de remboursement à première demande. Depuis la faillite d'Overend qui détenait ainsi des millions sterling sur sa seule signature, les banquiers exigent des garanties pour l'argent confié aux courtiers de change.

Cet argent — au jour le jour — est employé par le courtier à l'escompte des effets de commerce, et comme chaque shilling porte intérêt, il faut que chaque shilling gagne; sinon le courtier perd. Il ne peut donc avoir de réserve sérieuse, et en fait il s'inquiète peu des retraits, espérant y faire face en cas de besoin, soit en ne renouvelant pas ses effets, soit en réescomptant son portefeuille à la Banque.

Il est évident qu'en temps ordinaire le montant total des capitaux détenus par l'ensemble des courtiers ne varie guère, et que l'argent rappelé par les banquiers qui se trouvent à court, venant augmenter les disponibilités des autres, est rendu à Lombard street par ces derniers. Mais il arrive aussi que l'argent est enlevé au marché: aux échéances de coupons par exemple, lorsque les banquiers fortifient leur solde à la Banque, l'argent rappelé dans ce but reste enchaîné pour un jour ou deux; les courtiers sont alors contraints de chercher secours à la Banque qui, si les demandes sont lourdes, tire quelquefois avantage de la situation pour élever le taux de ses avances jusqu'à 1 % au dessus du minimum officiel.

Le courtier se voit alors forcé d'emprunter à 5 % d'un côté et d'acheter les effets de ses clients à 3 1/2 ou 4 %. En effet, quel que soit le prix que paie le courtier pour son argent, il lui est impossible de refuser l'escompte à ses clients habituels, et il doit toujours escompter plus bas que la Banque. On peut mentionner en passant que la Banque d'Angleterre a longtemps refusé d'aider les courtiers en réescomptant leur portefeuille, mais qu'elle a depuis peu fait fléchir en leur faveur la rigueur de la règle, en acceptant même les effets qui n'ont plus que quelques jours à courir.

Une augmentation du portefeuille de la Banque faisant voir qu'elle a été appelée à l'aide, est quelquefois un indice précieux de la situation du marché, en montrant que les banquiers sont à court de disponibilités.

En plus de l'argent qu'ils empruntent au jour le jour aux banquiers, les courtiers reçoivent des dépôts remboursables à quelques jours d'avis, et de même que pour les dépôts de banque, l'intérêt servi se modèle sur le taux officiel de la Banque. Seulement, moins heureux que les banquiers, les courtiers n'ont pas de fonds en comptes courants, et n'ont point d'argent sans le payer, et comme leur bénéfice consiste dans la différence entre le prix auquel ils empruntent et celui auquel ils prêtent — c'est-à-dire entre le taux d'intérêt des dépôts et le taux d'escompte du marché — ils ont à subir une forte réduction de profit et quelquefois même une perte, toutes les fois que l'écart entre le taux du marché et

le cours de la Banque est plus large que d'ordinaire.

On a souvent accusé les marchands d'effets d'avilir les prix et d'enlever ainsi toute vertu à l'élévation de l'escompte officiel ; mais on voit que leur intérêt, ou tout au moins celui des grandes maisons chargées de dépôts considérables, est directement contraire à cette tendance. Les vrais coupables sont les banquiers eux-mêmes, qui, plutôt que de laisser leurs fonds inemployés, les offrent à des prix dérisoires par l'intermédiaire des petits courtiers. Ceux-ci ne possèdent qu'un capital insignifiant, et agissent comme de simples agents : ils achètent des effets pour leurs patrons et reçoivent pour leurs peines une commission infinitésimale.

CHAPITRE TROISIÈME.

LES FONDS EMPLOYÉS A LA BOURSE.

Les banquiers emploient la plus forte partie de leurs fonds en prêts et avances. — Pourquoi tant de fonds sont prêtés à la Bourse. — Qui emprunte l'argent et dans quel but. — Qu'est-ce qu'un report, et comment le prix en est réglé. — Pourquoi le prix de l'argent influe sur le cours des valeurs de Bourse.

Les effets de commerce constituent le meilleur des placements pour les capitaux flottants, mais leur nombre est trop restreint pour emmagasiner même la moitié des milliards qui cherchent un emploi. Le banquier, obligé de trouver des issues plus larges pour mettre en mouvement l'argent de ses clients, a recours à des prêts et à des avances, et ces chapitres forment, nous l'avons vu, la plus forte masse de son actif. On peut les diviser en deux catégories :

1° Avances diverses, par exemple les ouvertures de crédit, les prêts aux commerçants ou à d'autres personnes, sur leur garantie personnelle ou sur nantissement de titres, de warrants ou de lettres de voiture, etc.

2° Prêts à la Bourse de Londres.

Le premier de ces groupes peut être traité en peu de mots. Chacune des transactions dont il se compose est de nature différente et demande un traitement approprié. Le prix demandé par le banquier varie suivant les espèces, et est en général basé sur le taux de la Banque.

Mais après que les besoins légitimes du commerce ont été satisfaits, il reste encore un large trop-plein, et en fait la totalité de ce trop-plein est versée de quinzaine en quinzaine sur la Bourse des valeurs. Ce genre de placement est très séduisant, parce que, présentant peu de risques, il donne des revenus élevés. De 1887 à 1891, les prix moyens payés par les agents de change ont été les suivants :

1887, — 3,42 %. — 1888, — 3,23 %.
1889, — 3,51 %. — 1890, — 4,65 %.
1891, — 3,12 %.

soit à peu près la moyenne du taux officiel de la Banque pour la même époque.

Au point de vue des banquiers, un prêt en Bourse est une affaire très simple et très vite conclue. Le matin du jour des reports (le premier des trois jours de la liquidation), il informe son agent ou ses agents de change des sommes qu'il tient à leur disposition, et négocie le prix ; les jours suivants, l'agent de change désigne les titres qu'il se propose de déposer comme couverture entre les mains du banquier. Enfin, le troisième jour, les titres sont livrés et un chèque est remis.

La couverture doit en général dépasser de 10 % le montant du prêt, c'est-à-dire que pour 1000 fr. prêtés le banquier exige 1100 fr. en titres, et tous les titres sont évalués au cours de liquidation qui est régulièrement fixé chaque quinzaine. Les prêts ne valent que d'une liquidation à une autre, et si un renouvellement est demandé, on l'envisage de tous points comme une transaction nouvelle : les titres sont réévalués au nouveau prix de liquidation, et si une baisse s'est produite, on fournit une couverture supplémentaire. Le banquier ne détient les valeurs qu'à titre de gage, l'emprunteur en reste propriétaire et continue d'en toucher les coupons et de bénéficier des tirages.

Le but de ces emprunts est de payer les titres achetés par les spéculateurs à la hausse. Dans un certain sens, tout acheteur de titres est un spéculateur à la hausse ; car on n'achète pas des valeurs qu'on croit devoir baisser. Mais on n'appelle proprement ainsi que les acheteurs sans argent, ceux en un mot qui ne peuvent maintenir leur position qu'en empruntant. Comme on sait, la masse des affaires de Bourse sont de pures spéculations, les transactions sérieuses représentant, au dire de bons juges, à peine 5 % du chiffre total.

L'acheteur par spéculation — *le taureau* — qui ne peut pas payer et prendre livraison, prie son agent de change de le faire reporter jusqu'à la prochaine liquidation. L'agent n'est pas forcé de le faire, il a le droit d'insister pour le paiement, et, à défaut, de liqui-

der son client d'office, c'est-à-dire de revendre les titres et de lui laisser supporter la différence entre les prix d'achat et de vente ; mais ce droit est rarement exercé, et à moins que l'agent de change ne veuille se débarrasser de son client, il le reporte toujours. Le procédé le plus simple et le plus naturel serait, semble-t-il, de s'entendre avec l'agent de change vendeur et de lui demander à quelles conditions il consent à reculer le règlement et la livraison. Mais en fait, si l'on agissait ainsi, on s'exposerait à des lenteurs et à des difficultés inouïes, si bien qu'en pratique l'agent paie lui-même les titres, en prend livraison et les remet en gage au banquier, qui fournit les fonds. En dernière analyse, le banquier paie et détient les titres achetés par le spéculateur à la hausse.

Le prix demandé au spéculateur pour le report de son engagement dépend de plusieurs considérations ; bien que dominé par la valeur de l'argent — l'intérêt étant son principal facteur — il varie suivant l'étendue des engagements à la hausse, suivant la sécurité plus ou moins grande du titre à reporter, et d'après la solvabilité du spéculateur. L'agent de change qui engage son crédit, qui fournit la couverture supplémentaire de 10 %, doit naturellement se faire payer ses services, et il reçoit toujours plus qu'il ne donne au banquier.

En outre des spéculations à la hausse, il est un dernier motif qui fait emprunter des capitaux par le monde de la Bourse. Toutes les fois que l'argent est bon

marché, de très grosses sommes sont placées en valeurs à revenu fixe, dans le but de gagner la différence entre le revenu du titre et l'intérêt des avances consenties sur le même titre. Supposons, par exemple, l'argent à 2 1/2 %. On aura avantage à acheter au pair des titres rapportant 4 % et à se faire faire une avance sur ces mêmes titres par un banquier. Voici quelle sera l'économie de l'opération :

1100 francs de titres 4 % rapportent.	44 francs.
1000 francs empruntés sur ces titres à 2 1/2 coûtent.	25 francs.

soit 19 fr. de bénéfices nets pour 100 fr. de capital engagé. C'est très beau, jusqu'au jour où le prix de l'argent s'élève ; mais dès qu'il atteint 4 %, il faut vendre ou subir une perte. Le résultat de l'opération dépend donc du cours de réalisation des valeurs, car si la baisse se produit, le bénéfice présumé peut se réduire à rien ou même se changer en perte.

Tout le monde sait que le prix de l'argent influe sur le cours des valeurs de Bourse, et on aperçoit maintenant les raisons de cette influence. La Bourse monte quand l'argent est bas, non seulement parce que les capitaux, ne trouvant pas une rémunération suffisante sur le marché, viennent y chercher des placements, mais encore parce que toutes les valeurs à revenu fixe sont activement recherchées par les arbitragistes, afin de gagner la différence entre l'intérêt et le revenu ; et en outre parce que des reports faciles constituent par eux-mêmes un puissant mobile de spéculation à la hausse.

Lorsque l'argent devient cher, la Bourse baisse par les raisons contraires : le capital peut alors être si avantageusement employé au dehors que les achats du portefeuille s'arrêtent ; ceux qui ont acheté avec de l'argent emprunté, ou ceux qui ont emprunté de l'argent sur des titres, — spéculateurs à la hausse et simples arbitragistes — sont forcés de réaliser devant les lourdes charges qui pèsent sur eux.

On entend souvent assigner au mouvement des titres favoris de la spéculation des causes qui semblent singulièrement lointaines et même bizarres. On attribuera, par exemple, une chute soudaine des Chemins américains à la baisse du chèque sur Paris ou à une hausse de l'escompte à Berlin. Mais tout devient intelligible si le principe de cette corrélation a été compris, et si l'on se souvient que le lien qui réunit les deux bouts de la chaîne est la modification que l'on s'attend à voir se produire dans la valeur de l'argent.

APPENDICE

ÉTUDE

SUR LES CHANGES A BASE D'ARGENT

ET DE PAPIER-MONNAIE

I

Les changes d'argent. — Le change Indien. — Les changes de la Chine et du Mexique. — Des influences auxquelles est sujet le prix de l'argent-métal.

Le principal change d'argent est le change indien, qui est coté à Londres en pence pour 1 roupie d'argent. Antérieurement à 1835, l'Inde avait le double étalon : le *Mohur* d'or et la roupie d'argent existaient côte à côte, et jouissaient du même pouvoir libératoire : la loi fixait un rapport légal entre les deux monnaies. C'était en somme le système français, avec cette différence que l'argent jouait dans la circulation indienne un rôle prépondérant. En 1835, le gouvernement indien, pour se conformer aux principes économiques, résolut de n'avoir plus qu'un seul étalon monétaire, et dut forcément prendre l'argent. De ce jour la roupie d'argent est devenue la seule monnaie légale, et les pièces

d'or n'ont plus représenté que des signes dont le pouvoir variait avec les changements du rapport entre les deux métaux.

La roupie contient 165 grains d'argent fin, et l'once valant 444 grains, le pair du change avec l'Inde est

1 roupie $= \frac{165}{444}$ du prix de l'once d'argent.

Bien entendu, ce pair du change varie d'un jour à l'autre, avec le prix du métal-argent.

Le change sur l'Inde est toujours défavorable au Continent. L'Inde, en effet, vend beaucoup plus qu'elle n'achète, et déduction faite de toutes ses dettes envers l'Europe, il reste en sa faveur une balance considérable qui exige un transport d'espèces. Il en résulte que la roupie vaut toujours plus que sa valeur intrinsèque, et que le change se tient presque toujours aux environs du *point des espèces*, c'est-à-dire à près de 3 1[2 % au-dessus du pair.

Voici une méthode simple et rapide pour calculer *approximativement* le change à vue sur l'Inde, lorsqu'on connaît le cours de l'once d'argent, dont le grand marché est Londres : il suffit d'ajouter 3[8 d'un penny à 3[8 du prix de l'once. Si l'once d'argent vaut 44 pence, on trouve par ce moyen que la roupie vaut 16 pence 7[8. Si l'once vaut 40 pence, on obtient 13 pence $\frac{5}{8}$ pour la roupie, etc.

De 1873 à 1890, c'est-à-dire depuis le moment où l'Union Latine, en suspendant la frappe de l'argent, rompit le rapport qui avait jusque-là existé entre les

deux métaux, jusqu'au jour où les Etats-Unis commencèrent à réhabiliter de nouveau le métal blanc, la principale influence qui a réglé les cours du métal-argent a été la quantité de traites de l'Indian Council mises en vente sur le marché de Londres. Le quart des dépenses du budget de l'Inde représente des paiements de fournitures anglaises, dont le règlement s'opère au moyen de traites tirées de Londres sur le Trésor indien. Ces effets, qui se montent chaque année à une somme globale de plus de 400 millions de francs, sont payables à Calcutta en roupies et sont achetés à Londres par les négociants européens qui ont des remises à faire, et qui, faute de trouver ces effets, seraient obligés d'envoyer des lingots d'argent. On comprend donc que, plus ces traites sont nombreuses et faciles à acquérir, plus le métal-argent baisse à Londres. L'effet est semblable à celui que produirait une forte mise en vente de lingots d'argent.

De 1890 à 1893, le cours de l'argent-métal a suivi les phases de la législation américaine. L'abrogation de la loi Sherman, votée par le Sénat le 29 octobre 1893, va enlever au marché de l'argent un débouché de 54 millions d'onces (environ 1.680.003 kilogr.). La suspension de la frappe libre des roupies dans l'Inde a, de son côté, supprimé un facteur de consommation évalué à 40 millions d'onces par an (1.240.000 kilog.). Le prix de l'once est déjà tombé à 32 pence à Londres, ce qui correspond à une perte monétaire de 47,42 %,

notre rapport du 15 1[2 établissant la parité de l'once à 60 pence 7[8. Quel sera le prix futur de l'argent ? Ce sera le prix de revient moyen de son extraction de la mine. On peut dire que voilà la base presque unique sur laquelle s'établira désormais le cours de l'argent-métal.

Après l'Inde, les principaux changes d'argent sont ceux de la Chine et du Mexique, et, circonstance remarquable, le dollar mexicain est également la monnaie usuelle qui sert aux échanges de la Chine avec l'Europe. La Chine n'a point de monnaie nationale : le procédé antique de peser le métal n'a point changé, et le *taël* n'est qu'un poids d'argent de 40 grammes. Dans les provinces voisines de la mer, les marchands chinois se sont toujours servis des monnaies étrangères ; mais ils en sont venus à préférer à toutes les autres le dollar mexicain, qui jouit en Chine d'un véritable monopole de fait, fondé sur la confiance universelle et sur la routine dont la force est si grande dans ce pays. Le dollar mexicain est coté à Londres en pence pour l'once. Théoriquement il vaut 1[40me de moins que l'argent fin (c'est-à-dire que si l'argent est à 40 pence, le dollar devrait valoir 39 pence). Mais il est parfois en telle demande que son prix s'élève bien au-dessus.

II

Les changes de papier. — Le papier-monnaie, même inconvertible, peut être préservé de la dépréciation. — Quelle est la conséquence d'une émission exagérée de papier-monnaie. — La spéculation, la dépréciation, le remède. — Comment se gouverne un change à base de papier déprécié. — Qui souffre de la dépréciation. — Exemples du Brésil, de l'Italie, de l'Espagne et de la Russie.

Le système monétaire de la Russie est le monométallisme argent ; l'Espagne, l'Italie, la Grèce et la Turquie ont le double étalon comme la France. Le Portugal possède l'étalon unique d'or ; cependant les changes de tous ces pays subissent des variations qui déroutent tous les principes que nous connaissons. C'est qu'en réalité tous ces pays sont sous le régime du papier-monnaie déprécié.

Le papier-monnaie est un remplaçant commode et économique du métal. Il a trouvé faveur plus ou moins dans tous les pays du monde, et son usage, (mais non son abus), peut toujours être considéré comme le résultat et la preuve d'un progrès de la civilisation. Toutes les fois que le papier-monnaie est adapté aux besoins d'une nation, c'est-à-dire toutes les fois que les coupures sont assez faibles pour pouvoir facilement se trouver dans toutes les bourses, l'expérience montre que les billets sont préférés au numéraire.

Aussi longtemps que le papier peut être à volonté converti en numéraire, il est évident qu'il ne peut va-

loir moins que le numéraire lui-même. Il est plus malaisé de comprendre comment un billet inconvertible, et dont la promesse de remboursement n'est qu'une formule vide de sens, peut se maintenir au pair. C'est cependant très possible, pourvu que le gouvernement prenne les précautions nécessaires.

Lorsqu'un pays est en mesure de payer ses importations et les arrérages de sa dette avec le produit de ses exportations, et sans avoir à débourser d'or ; lorsque l'émission fiduciaire n'est pas exagérée, mais proportionnée à la richesse et à la population du pays ; enfin lorsque le gouvernement émetteur est supposé agir de bonne foi et conserver une réserve métallique à peu près suffisante, il n'y a aucune raison pour qu'un billet inconvertible ne jouisse pas dans l'intérieur du pays du même pouvoir d'acquisition que l'or. Seulement il ne peut servir pour payer l'étranger, et par conséquent le jour où une balance du commerce défavorable devra être soldée en or, il faudra acheter cet or sur le marché, puisqu'il est impossible de l'obtenir en présentant les billets au remboursement. L'or devient en fait une marchandise comme les autres, et ceux qui en font commerce le vendent toujours avec une petite prime qui représente leur bénéfice. L'or est donc constamment à prime, mais jusque-là le mal n'est pas grand, et la petite perte qu'on est éventuellement obligé de subir est amplement compensée par le gain que réalise l'Etat.

Mais le danger qui guette toujours le billet inconvertible, c'est l'exagération de l'émission. Toute circulation de monnaie fiduciaire doit être essentiellement élastique, et pouvoir automatiquement et d'elle-même croître ou diminuer suivant le travail qu'elle doit remplir. En France et en Angleterre, les chèques et les effets forment la principale circulation du pays, et ils se multiplient avec les transactions elles-mêmes. Un chèque est créé pour faire un certain travail ; aussitôt que ce travail est accompli, il disparaît. Il en est de même pour les billets remboursables à vue, comme ceux des Banques de France ou d'Angleterre. Chaque trimestre, on voit la circulation augmenter par suite des nombreux paiements qui tombent à ces échéances ; mais aussitôt que leur besogne temporaire a été remplie, les billets reviennent chez les banquiers et de là à la Banque centrale, qui les anéantit.

Par malheur, une circulation de papier inconvertible n'est pas automatique ; elle ne possède aucune élasticité, aucun moyen de se régler elle-même. Une fois émis, le papier-monnaie ne revient jamais à l'émetteur, il ne disparaît jamais, et toute augmentation nouvelle est une augmentation définitive. Supposons maintenant qu'un gouvernement émette du papier-monnaie sans dépasser la limite que peut employer le pays, peu importera que le papier soit remboursable ou non : mais du jour où le point de saturation est atteint, la masse tout entière commence à se déprécier.

Il est peut-être utile d'expliquer ce qu'on entend par la *dépréciation* du papier-monnaie. Cela ne veut pas dire qu'on offre de vendre à moitié prix un billet de cinq francs par exemple, ou qu'on ne le compte plus qu'au-dessous de sa valeur nominale. Le billet de cinq francs, quoi qu'il puisse intrinsèquement valoir, compte toujours pour cinq francs : et lorsque nous disons qu'il est déprécié, cela signifie que son pouvoir d'acquisition est tombé, si on le compare à celui de l'or, ou en d'autres termes que les prix ont tous monté. Pour mesurer l'étendue de la dépréciation, il suffit d'observer le prix de l'or. Si 100 fr. en or valent 200 fr. en papier, l'or par rapport au billet est à 100 % de prime, et le papier par rapport à l'or à 50 % de perte.

Un gouvernement peut très innocemment tomber dans le piège d'un excès d'émission. Dans les pays où les paiements par chèques sont inconnus, les besoins de la circulation varient avec l'état du commerce, et le plus sage des ministres des finances peut se laisser induire en erreur par une prospérité soudaine. Toutes les fois que les affaires sont actives, les besoins de la circulation augmentent, et il semble dur de laisser le commerce souffrir d'une disette d'instruments d'échange. Le ministre ne se sent pas le courage de s'opposer à des demandes qui semblent parfaitement justifiées ; il cède et augmente l'émission de papier-monnaie. Tant que l'ère de prospérité continue, tout va bien ; mais dès que les affaires se ralentissent, les billets, qui, eux,

ne diminuent pas, deviennent tout d'un coup trop abondants.

Trop souvent cependant l'émission fiduciaire est volontairement exagérée. Il est clair que si un gouvernement, après avoir décrété le cours forcé de ses billets, se décidait à ne jamais dépenser un centime au delà des ressources normales de son budget, la dépréciation se ferait peu sentir. Mais au contraire, ce gouvernement se met tôt ou tard à dépenser infiniment plus qu'il ne perçoit, et il paie en papier-monnaie inconvertible, qui devient alors un moyen d'emprunt forcé. L'idée de pouvoir emprunter sans avoir d'intérêts à payer et sans que le capital puisse être exigé, est si séduisante que bien peu de ministres ont la force d'y résister. Avec de l'argent, que ne ferait-on pas ? On pourrait renouveler l'armement, construire des cuirassés, entrer dans la voie des grands travaux publics ou des réformes sociales les plus nouvelles. On donnerait un essor à l'industrie et au travail national, un coup de fouet au commerce, et la popularité du gouvernement serait assurée. Pour avoir cet argent, qui permettrait de réaliser tant de belles choses, il suffit de mettre en mouvement la planche aux assignats. La tentation devient bientôt irrésistible ; les ministres avalent leurs scrupules, la presse gémit, et des flots pressés de papier-monnaie inondent le pays, tandis que les dépenses de l'Etat s'élèvent par sauts et par bonds.

D'autres fois , l'émission de monnaie fiduciaire est confiée à une Banque d'Etat qui a le pouvoir de créer des billets à concurrence du triple ou du quadruple de son encaisse. Pour chaque franc d'or qu'elle possède, elle peut émettre trois francs en papier ; donc, si elle peut gagner sur chacun de ses trois francs de papier, mettons 3 % d'intérêt, elle fera produire 9 % à l'unique franc d'or qui leur sert de base. C'est là un puissant encouragement aux prêts, et les spéculateurs ne sont pas longs à profiter de l'occasion qui s'offre. L'argent est emprunté par tout le monde et pour tout. Une période d'inflation commence : terres, maisons, titres, marchandises, en un mot tout ce qui paraît bon marché est acheté fiévreusement en vue de la hausse, et les prix montent, montent sans s'arrêter. L'or n'étant plus qu'une marchandise, son prix exprimé en papier s'élève aussi, et en même temps le prix des effets sur Paris ou sur Londres, lesquels sont payables en or.

Les spéculateurs sont pendant quelque temps trop occupés à acheter et à revendre pour s'inquiéter beaucoup de la prime sur l'or ; mais bientôt cette question s'impose à leur attention. Il y a un mois, la prime était de 70 ; hier de 95 ; aujourd'hui elle dépasse 100. Presque imperceptiblement une sourde appréhension s'empare du marché et se transforme bientôt en un sentiment de malaise qui présage la crise. Les écailles tombent des yeux : on découvre tout à coup que les

valeurs n'ont pas monté, comme tout le monde se l'imaginait, mais que le papier-monnaie a baissé ; alors la bulle crève et le mirage disparaît. Mais le mal ne fait que commencer ; toute cette énorme masse de papier déprécié subsiste ; le seul remède consiste dans une réduction progressive qui demande souvent plusieurs années de sévère économie. Heureux encore le pays dont la réserve primordiale d'or n'a pas été dissipée; il n'en est pas toujours ainsi. Le Brésil, par exemple, il y a quelques années, possédait du papier-monnaie pour 180,000 contos de reis : le papier était au pair, c'est-à-dire que le reis valait 2 fr. 85 environ : en 1891, le milreis ne valait plus que 1 fr. 35, soit une perte de plus de moitié. La banque du Brésil devait légalement conserver une encaisse d'or égale au tiers de ses billets ; mais cet or fut enlevé à la Banque par M. Barbosa, ministre des finances. Ce fait, d'abord nié, fut ensuite publiquement affirmé par M. Lucina son successeur, devant la Commission des finances de la Chambre des députés. Le gouvernement n'avait plus que 27,000 contos en garantie d'une émission qui dépassait 520,000 contos.

Lorsque la dépréciation d'un papier-monnaie inconvertible est devenue un fait accompli, quelques-unes des lois fondamentales sur lesquelles repose la théorie des changes ne peuvent plus servir. Il n'y a plus de pair du change, plus de point d'or : la valeur nominale du papier-monnaie ne peut servir qu'à mesurer

l'étendue de la dépréciation, mais non à expliquer les fluctuations du change. Dire, par exemple, que le pair du dollar argentin est cinq francs, mais que son cours varie entre 1,25 et 1,40, n'explique absolument rien.

Le meilleur moyen et le plus simple d'étudier un change de papier, c'est de laisser résolument de côté tous les principes connus et de considérer toute hausse ou baisse du change comme le résultat d'une augmentation ou d'une diminution de la circulation fiduciaire. En réalité, il est évident que toutes les forces qui agissent sur un change d'or se font également sentir sur un change de papier; mais l'effet de ces influences extérieures est si intimement lié à une augmentation ou à une diminution de la circulation fiduciaire, qu'il est pratiquement impossible de les séparer.

Supposons, par exemple, qu'un Etat achète pour 25 millions d'effets sur Paris afin de payer les arrérages de ses rentes, et qu'il paie ces effets au moyen d'une nouvelle émission de papier-monnaie : si le change souffre de cette opération (et il est certain qu'il en souffrira), comment nous sera-t-il possible de distinguer les effets des deux causes qui sont en jeu ? en d'autres termes, comment nous sera-t-il possible de distinguer la hausse réelle du prix des effets sur Paris due à une plus forte demande, de la hausse artificielle due à la dépréciation croissante du papier qui sert à payer ces effets ? Il est évidemment plus clair de considérer la fluctuation du change comme étant le résultat

d'une augmentation de l'offre du papier et témoignant d'un changement dans la valeur du papier-monnaie.

La valeur du papier-monnaie dépend de la quantité mise de force en circulation, comparée d'une part aux besoins de la circulation nationale, et d'autre part à l'importance de la réserve métallique qui lui sert de base. Si les affaires sont actives, et les récoltes bonnes, la prime sur l'or diminue et le change s'améliore, parce que la circulation intérieure absorbant plus de billets, le marché est soulagé d'une partie de son poids mort, et aussi parce que le pays peut payer ses dettes extérieures en marchandises et n'est pas obligé d'exporter de l'or. Un nouvel emprunt a momentanément le même effet, parce qu'il introduit de l'or. Au contraire, une mauvaise situation politique ou financière, des guerres, de mauvaises récoltes, des crises commerciales, tout cela fait hausser la prime sur l'or ; on prévoit en effet que le gouvernement aura davantage à dépenser, qu'il devra par conséquent enfler encore ses émissions de papier pour payer ses dettes intérieures et acheter de l'or pour payer ses importations. En résumé, le papier-monnaie est une promesse de payer : sa valeur repose sur l'espérance qu'un jour ou l'autre l'Etat pourra remplir sa promesse, et tout ce qui tend à retarder ce jour fait baisser la valeur.

Il est intéressant de remarquer que la dépréciation s'accentue toujours plus vite au bout d'un certain temps qu'au début : en effet, moins vaut le billet, plus

l'Etat est obligé d'en émettre pour faire ses paiements, et plus l'émission augmente, plus la chute se précipite. Elle n'a pas de limites : on ne peut jamais être certain que le fond a été touché, jusqu'au jour où le billet ne vaut plus que le poids du papier.

Pour le commerce d'un pays, la dépréciation de l'instrument monétaire (et plus généralement un change défavorable) agit à peu près dans le même sens qu'un droit protecteur, c'est-à-dire que les exportations en sont encouragées et les importations diminuées. Si le planteur du Brésil vend son café au change de 2,50 le milreis, son effet de 25,000 fr. sur Paris lui donnera 10,000 milreis : mais si le change tombe à 1 fr. 25 comme en 1891, le même café lui vaudra 20,000 milreis, de sorte qu'à moins de payer doubles gages, double fermage (ce qui est inadmissible), il réalisera un important bénéfice. Aussi la dépréciation est-elle toujours très populaire chez les agriculteurs et les propriétaires de mines qui importent peu, exportent beaucoup, et dont les principales dépenses sont les salaires et les loyers. Chaque accentuation de la baisse représente pour eux plus d'argent. Le négociant qui achète des marchandises à l'étranger doit élever ses prix de vente à mesure que le change s'élève, car moins le billet vaut, plus il doit payer pour acheter son effet. Le risque de perte devient en fait si grand que beaucoup de négociants arrêtent leurs affaires, de peur de se ruiner. Ils n'osent pas acheter à crédit en France,

parce qu'il leur est impossible de prévoir combien de dollars ils devront payer pour une pièce de 20 fr., au jour du règlement ; et ils n'osent pas vendre à crédit dans leur pays, parce qu'il leur est impossible de prévoir ce que vaudra le dollar le jour où les engagements de leurs clients viendront à échéance. Le mal, on le voit, ne vient pas, à proprement parler, de la dépréciation de la monnaie, mais de l'incertitude qui l'accompagne, des fluctuations incessantes du change et de la valeur des marchandises : que le change soit favorable ou non, peu importe, pourvu qu'il ne se modifie pas. Mais lorsque la base même des transactions se dérobe ou chancelle, lorsque ni le débiteur ni le créancier ne peuvent savoir la valeur réelle qu'ils auront à débourser ou à recevoir à un jour donné, le commerce devient un pur jeu.

Ceux qui souffrent le plus de la dépréciation monétaire sont : 1° ceux qui ont vendu à crédit ou consenti des prêts à long terme, avant que la dépréciation ait commencé ou avant qu'elle se soit accentuée : 2° et en second lieu, les ouvriers qui voient renchérir tous les besoins de la vie sans que leurs salaires se relèvent d'autant : la misère qui s'empare alors des paysans et des ouvriers est une source constante de danger pour le gouvernement et finit souvent par une révolution (1).

(1) L'Italie et l'Espagne en souffrent en ce moment.

Le dernier point à noter est qu'un change défavorable tend à produire lui-même son remède. Sous son influence, le pays achète moins et vend davantage à l'extérieur, et peu à peu la situation financière s'améliore : très souvent la hausse du papier-monnaie est assez mal accueillie et excite plus de mécontentement que de joie. Pendant la période d'inflation, tous les prix s'élevaient et les débiteurs se trouvaient ainsi soulagés d'une partie de leurs obligations ; au contraire, à mesure que la valeur du papier augmente, le fardeau des dettes devient plus lourd, et en outre la baisse universelle des prix qui en est la conséquence entraîne une dépréciation générale des terres et des valeurs.

En guise d'illustration de cette théorie, nous avons le choix des exemples. Prenons tout d'abord le change du Brésil : l'Empereur fut detrôné le 15 novembre 1889. A ce moment, le crédit du Brésil était si bon que le milreis de papier faisait prime, c'est-à-dire qu'il valait davantage que le poids d'or qu'il était censé représenter. Le gouvernement révolutionnaire ne tarda pas à ébranler les finances : sous prétexte que le numéraire en circulation était insuffisant pour les besoins du commerce, de nouvelles banques furent créées avec autorisation d'inonder le pays sous des flots de billets pratiquement inconvertibles. Le Brésil se lança alors sur une pente vertigineuse : l'esprit de spéculation et de jeu devint si grand, qu'en une seule quinzaine on vit se créer à Rio des sociétés pour un capital

de plus de deux milliards et demi de francs. La pluplart de ces nouvelles entreprises étaient obligées d'acheter leur outillage en Europe ; d'autres qui avaient été fondées pour absorber des affaires anciennes, avaient à rembourser les premiers actionnaires européens.

Bref, des sommes énormes quittèrent le pays, et la demande considérable d'effets qui s'en suivit, amena une hausse de plus en plus forte du change sur l'Europe. Le courant de capital qui abandonnait le Brésil se gonfla bientôt des retraits des capitalistes prudents, qui, voyant la nouvelle République s'engager dans la voie qui avait été déjà fatale à l'Argentine, se hâtaient de réaliser avant qu'il ne fût trop tard.

Voilà l'exemple topique d'une dépréciation causée uniquement par un excès d'émission et une déplorable législation financière. Il est intéressant de noter que chaque année, en juin et en juillet, le change du Brésil s'améliore sensiblement, par suite du règlement des cafés expédiés sur le continent.

En Italie, où la prime de l'or est aujourd'hui de 14 % en attendant mieux, nous trouvons un système monétaire qui est nominalement identique à celui de la France. Mais en fait jamais la base d'or n'a été solidement établie. L'or a toujours été acheté et vendu à prime, et dans la réalité des choses, le pays est soumis au cours forcé d'un papier-monnaie, qui jouit du pouvoir libératoire complet. Ce papier émane de six banques qui doivent légalement conserver en or le tiers de

leur émission. La hausse du change sur l'Italie, qui témoigne d'une défiance croissante du billet, est due à trois causes principales : 1° le déficit annuel des budgets représentant la rançon payée par l'Italie pour prix de son élévation au rang de grande puissance. Depuis qu'elle fait partie de la Triple Alliance, elle dépense au delà de ses ressources, et à mesure que les années s'écoulent, ses difficultés financières s'aggravent. — 2° Les banques d'émission ont dépassé les bornes légales, avec le consentement tacite ou du moins la complaisance du gouvernement. — 3° Enfin les titres qui représentent les 2[3 de l'émission, au delà de ce qui *devrait* être gagé en or, sont soupçonnés de ne pas valoir grand'chose. — L'Italie doit maintenant se résoudre à une sévère économie. Aura-t-elle le courage de s'y maintenir ? Il est permis d'en douter.

Même situation en Espagne, où un gouvernement pressé d'argent emprunte une partie de l'encaisse de la Banque d'Espagne, en l'autorisant, en guise de compensation, à augmenter son émission, qui, n'étant plus gagée, se déprécie fatalement. Ces deux changes ont aussi singulièrement souffert de la fermeture du marché français, qui a été la conséquence de notre nouvelle législation douanière.

Enfin jetons un coup d'œil sur la Russie. Le système monétaire est théoriquement le monométallisme argent, dont l'unité est le rouble. Mais la circulation réelle est faite de papier-monnaie inconvertible,

de sorte qu'ici le change est sujet non seulement aux fluctuations ordinaires du papier-monnaie, mais encore et accessoirement à celles qui proviennent des variations du prix du métal-argent.

Avant 1854, une réserve suffisante assurait la convertibilité des billets, et le rouble crédit se maintenait aux environs de 4 francs. Mais la guerre de Crimée, dont les dépenses furent presque entièrement payées au moyen de nouvelles émissions fiduciaires, commença la dépréciation, qui fut achevée par la guerre de Turquie (1878). Le rouble crédit s'est maintenu depuis dans les environs de 2,50.

On a pu remarquer une baisse importante du rouble pendant l'automne de 1891. Cette baisse était due à une très mauvaise récolte et à la prohibition de l'exportation des céréales qui en avait été la suite. La Russie ne pouvant plus payer ses dettes au moyen de ses exportations, il en résultait une demande très ardente de traites sur l'étranger, ce qui amenait naturellement une dépréciation du change.

Nous espérons que ces quelques exemples suffiront pour démontrer sommairement comment une mauvaise législation financière ou économique peut ruiner en quelques mois le crédit d'une nation. Nous serions heureux si quelques-uns de ceux qui nous liront pouvaient y trouver matière à des réflexions profitables au crédit de la France.

γ